

**UNIVERSIDAD DE PANAMA
FACULTAD DE ADMINISTRACION DE EMPRESAS Y
CONTABILIDAD
VICERRECTORIA DE INVESTIGACION Y POSTGRADO**

**PROGRAMA DE MAESTRIA EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS
CON ESPECIALIZACION EN FINANZAS**



**BONOS MUNICIPALES EN PANAMA
COMO SOLUCION AL FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS DE
VIVIENDA EN EL SECTOR OESTE DE PANAMA**

POR

ANTONIO ARMANDO AGUILAR MADRID

Ced.:8-230-2543

**Tesis Presentada en cumplimiento de los requisitos exigidos para
optar por el Grado de Maestría en Administración de Empresas con
especialización en
FINANZAS**

CIUDAD UNIVERSITARIA OCTAVIO MENDEZ PEREIRA

2000

2740

ed. - 1911 - 1912

14 MAY 2001

TH

DEDICATORIA

A mis hijos :

Antonio Armando

Ana Gabriela

Alfredo Alejandro

Por ellos culmino este trabajo

AGRADECIMIENTO

**Quiero expresar mi más profundo
agradecimiento a las Profesoras Judith
Arosemena y Doris de Ballesteros, que
con su colaboración desinteresada
culminamos esta investigación.**

INDICE GENERAL

DEDICATORIA	ii
AGRADECIMIENTO	iv
INTRODUCCION	xi

PRIMERA PARTE

ANTECEDENTES, INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE VALORES, SU NEGOCIACION E INSTRUMENTOS DE DEUDA	1
---	----------

CAPITULO I

ANTECEDENTES DEL PROCESO DE INVESTIGACION	2
A- Justificación	3
B- El proceso de Investigación	5
C. Tema de Investigación	6
1- Elección del Tema	6
2- Objetivos de la Investigación	7
2.1. Objetivos Generales	8
2.2. Objetivos Específicos	9
3- Delimitación del tema o estudio	10
D. El Problema y el Marco Teórico	11
1. Formulación del problema	11

2. Definición de Términos Básicos	12
3. Variables	13
4. Hipótesis	15
E. Metodología de la Investigación	16
1. Tipo de Investigación	16
2. Población y Muestra	18
3. Recolección de Datos	19
4. Procesamiento de Datos	20
 CAPITULO II	
EL MERCADO DE VALORES	22
A. Los Mercados Financieros	23
1. Clasificación de los Mercados Financieros	26
1.1. Clasificación en Base al Tiempo o vencimiento de La Obligación	26
1.2. Clasificación en Base a la Madurez de la Obligación	28
1.3. Clasificación en Base a la Estructura la Estructura Organizacional	29
1.4. Clasificación en base a sus Entrega Entrega Inmediata o Futura	29

2. Funciones de los Mercados Financieros	30
B. El mercado de Valores de Panamá	32
1. Características del Mercado de Valores	33
C. Mercado de Valores Empresariales	38
1. El Mercado de las Acciones Preferentes y Comunes.....	39
2. Indicadores del Mercado de Acciones	47
D. Mercado de Valores Municipales y Mercados de Hipotecas	51
1. Mercado de Valores Municipales	51
1.1- Características Generales	51
1.2- Tipos de Mercados de Valores Municipales	53
1.3- Clasificación de los Valores Municipales	55
1.4- Tasas de Riesgos	57
2- Mercados de Hipotecas	59
2.1- Tipos de Hipotecas	60
2.2- Riesgos emergentes en la Inversión de Préstamos Hipotecarios	62

CAPITULO III

LA BOLSA DE VALORES	63
A. Las Bolsas de Valores	64
1. Orígenes y Antecedentes de la Bolsa de Valores	64
2. Funciones de la Bolsa de Valores	65
B. La Bolsa de Valores de Panamá	73
1. La Comisión Nacional de Valores	73
2. Orígenes de la Bolsa de Valores de panamá ...	78
3. Estructura y Administración de la Bolsa de Valores de Panamá	82
4. Objetivos de la Bolsa de Valores de Panamá ..	84
5. Funciones de la Bolsa de Valores de Panamá .	86
C. Implicaciones y Características de las Operaciones de la Bolsa de Valores de Panamá	88
1. Puestos de Bolsa	89
2. Tipos de Valores en la Bolsa de Valores de Panamá	92
2.1. Valores Públicos o del Gobierno	92
2.1.1. Instrumentos Financieros	92
2.1.2. Instrumentos de Pago	95

2.2. Valores de la Empresa Privada	99
2.2.1. Instrumentos Comerciales	99
2.2.2. Instrumentos Financieros	104
2.2.3. Instrumentos de Crédito	106
2.2.4. Instrumentos de Capital	107
3. Operaciones de la Bolsa de valores de Panamá	109
3.1. En Función a su Tipo	110
3.2. En función a su Liquidación	110
4. Miembros de la Bolsa de Valores de Panamá ..	111
D. Ventajas y Beneficios de la Bolsa de Valores de Panamá	112
1. Para la Economía nacional	113
2. Para la Empresa	114
3. Para el Sector Externo o Inversionista	114
E. Opción de Custodia después de una Transacción en la Bolsa	116
 CAPITULO IV	
LOS BONOS Y TIPOS DE BONOS	118
A. Definición	119

B. Tipos de Bonos	120
1. Según su Categoría	120
1.1. De garantía o Colaterales	120
1.2. De Naturaleza	121
1.3. De precio de Compra	122
1.4. Según Forma de Venta	123
2. Según su Emisión	123
2.1. Emitidos por el Gobierno	123
2.2. Emitidos por la Empresa Privada	125
C. Constitución de una emisión de Bonos	126
D. Bonos Municipales	127
1. Bonos de Obligación General	128
2. Bonos de Ingresos	129
3. Valores Híbridos y Bonos especiales	129
E. Leyes y Decretos que Rigen la Emisión de Bonos en Panamá	130
F. Los Bonos, Sus Precios y Tasas de Interés	147
1. El Efecto de Vencimiento Sobre los Bonos	153
2. El Efecto de la Tasa de Cupón Sobre los Bonos	159
3. El Efecto del Nivel de Rendimiento Sobre los	

Bonos	162
-------------	-----

SEGUNDA PARTE

PROPUESTA DE FINANCIAMIENTO DE VIVIENDA EN EL SECTOR OESTE DE PANAMA MEDIANTE BONOS MUNICIPALES	164
---	-----

CAPITULO V

PROPUESTA DE SOLUCION AL PROBLEMA DE FINANCIAMIENTO DE UN PROYECTO DE VIVIENDAS EN EL AREA OESTE MEDIANTE LA EMISION DE BONOS HIPOTECARIOS MUNICIPALES	165
---	-----

A. Justificación y Viabilidad del financiamiento del proyecto de vivienda “ SAN FRANCISCO”	166
1. Justificación del Financiamiento del proyecto.	168
2. Viabilidad del Financiamiento del proyecto	176
2.1. El Mercado del Sector Oeste.....	177
2.2. Factibilidad Técnica	194
2.3. Viabilidad Económica	195
B. Plan de Financiamiento.....	196
1. Clases de Financiamiento	199

1.1. El Capital Propio o de Riesgo	199
1.2. Inversión Directa Extranjera	199
1.3. Inversión por medio de Capital Prestado de Terceros	200
1.4. Financiamiento de Organizaciones Internacionales	200
1.5. Financiamiento de la Banca Comercial	200
1.6. Financiamiento Mediante Emisiones de Obligaciones	201
2. Proceso de Financiamiento del proyecto	202
C. Estructura de la Empresa Municipal como Gestora del Plan de Vivienda	204
D. Fuentes de Fondos y Flujo de Efectivo	207
1. Fuentes de Fondos	207
2. Flujo de Efectivo	209
 CAPITULO V I	
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	240
CONCLUSIONES	241
RECOMENDACIONES	247

ANEXOS	250
Anexo N°1	
Datos d Población y Vivienda de la Provincia	
De Panamá (1990-2000) según Distrito y	
Corregimiento	251
Anexo N°2	
Proyectos de Viviendas del sector Oeste	257
Anexo N°3	
Separata de Términos (Diccionario Bursátil).....	275
Anexo N°4	
Plano de Referencia del proyecto de Vivienda	
Unifamiliar.....	319
Anexo N°5	
Encuestas	322
Anexo N°6	
Opción de Custodia Después de Una Transacción	
En Bolsa (LATINCLEAR)	325
Anexo N°7	
Desglose de Precios de Vivienda de Bajo Costo	
Por Empresa	337

Anexo N°8

Modelos de Bonos Emitidos por La Caja de Ahorros	339
---	------------

Anexo N°9

Procedimiento de Subasta de Letras del Tesoro..	352
--	------------

Anexo N°10

Gacetas Oficiales Relacionadas con Bonos y Bonos Municipales	364
---	------------

Anexo N°11

Cuadro Comparativo de Costos Financieros Mercado de Valores Vs Bancos	380
--	------------

BIBLIOGRAFIA	382
---------------------------	------------

INDICE DE CUADROS

CUADRO N°1

Opinión Sobre la Inversión en Bonos Estatales.....	134
--	-----

CUADRO N°2

Conocimiento de mecanismos a Seguir para la Emisión de Bonos Estatales	136
---	-----

CUADRO N°3

Conocimiento de Emisión de Bonos Municipales	138
--	-----

CUADRO N°4

Mención de Alguna Emisión de Bonos Municipales En la República de Panamá	140
---	-----

CUADRO N°5

Conocimiento de Regulaciones para la Emisión de Bonos Municipales	142
--	-----

CUADRO N°6

Aceptación de la Emisión de Bonos Municipales	144
---	-----

CUADRO N°7

Comparación del financiamiento Directo y el Financiamiento de Proyectos	171
--	-----

CUADRO N°8

Categorías de Nombramiento de Funcionarios en los	
Municipios del Area Oeste	179

CUADRO N°9

Periodo de Tiempo de Laborar en el Municipio	181
---	------------

CUADRO N°10

Clasificación del tipo de Vivienda en Donde Habita	183
---	------------

CUADRO N°11

Lugar de Residencia Actual	185
---	------------

CUADRO N°12

Conocimiento de Proyectos de Vivienda en el Area	
Oeste	187

CUADRO N°13

Intento de Adquisición de Vivienda en el Area Oeste ..	189
---	------------

CUADRO N°14

Cantidad de Ocasiones en que ha Aplicado para	
Adquirir una Vivienda	191

CUADRO N°15

Desglose de Precios del Promedio de La Empresa	
Privada y Del Proyecto Municipal	214

CUADRO N°16

Costo del proyecto para la Entidad Municipal	217
---	------------

CUADRO N°17

Costo de las Unidades de Vivienda	220
--	------------

INDICE DE GRAFICAS

GRAFICA N°1

Opinión Sobre la Inversión en Bonos Estatales.....	135
--	-----

GRAFICA N°2

Conocimiento de mecanismos a Seguir para la Emisión de Bonos Estatales	137
---	-----

GRAFICA N°3

Conocimiento de Emisión de Bonos Municipales	139
--	-----

GRAFICA N°4

Mención de Alguna Emisión de Bonos Municipales En la República de Panamá	141
---	-----

GRAFICA N°5

Conocimiento de Regulaciones para la Emisión de Bonos Municipales	143
--	-----

GRAFICA N°6

Aceptación de la Emisión de Bonos Municipales	145
---	-----

GRAFICA N°7

Categorías de Nombramiento de Funcionarios en los Municipios del Area Oeste	180
--	-----

GRAFICA N°8

Periodo de Tiempo de Laborar en el Municipio	182
--	-----

GRAFICA N°9

Clasificación del tipo de Vivienda en Donde Habita	184
--	-----

GRAFICA N°10

Lugar de Residencia Actual	186
----------------------------------	-----

GRAFICA N°11

Conocimiento de Proyectos de Vivienda en el Area	
Oeste	188

GRAFICA N°12

Intento de Adquisición de Vivienda en el Area Oeste ..	190
--	-----

GRAFICA N°13

Cantidad de Ocasiones en que ha Aplicado para	
Adquirir una Vivienda	192

GRAFICA N°14

Desglose de Precios del Promedio de La Empresa	
Privada y Del Proyecto Municipal	215

GRAFICA N°15

Costo del proyecto para la Entidad Municipal	218
--	-----

GRAFICA N°16

Costo de las Unidades de Vivienda	221
---	-----

INDICE DE TABLAS

TABLA N°1

Precio de un Bono a 5 Años a Diferentes tasas de Descuento (rd).....	154
---	-----

TABLA N°2

Precio de un Bono a 10 Años a Diferentes tasas de Descuento (rd).....	156
--	-----

TABLA N°3

Precio de un Bono a 5 y 10 Años a Diferentes tasas de Descuento (rd).....	157
--	-----

TABLA N°4

Disminución de Precios de un Bono si la tasas De Descuento (rd).....	154
---	-----

TABLA N°5

Precio de un Bono a 10 Años a Diferentes tasas de Descuento (rd).....	160
--	-----

TABLA N°6

Cambio en la Tasa de Cupón Al subir 1% en el Rendimiento Requerido(rd)	161
---	-----

TABLA N°7

Efecto del Nivel de Rendimiento Sobre un Bono	163
--	------------

TABLA N°8

Flujo Final de Efectivo del Proyecto	229
---	------------

TABLA N°9

Evaluación del Proyecto: Escenario 1	232
---	------------

TABLA N°10

Evaluación del Proyecto: Escenario 2	235
---	------------

TABLA N°11

Evaluación del Proyecto: Escenario 3	238
---	------------

INDICE DE FIGURAS

FIGURA N°1

Estructuras de Financiamiento del Proyecto	203
--	-----

FIGURA N°2

Diagrama de Actividades del Proyecto	203
--	-----

FIGURA N°3

Esquema del Diagrama de Flujos de Efectivo del Proyecto	227
--	-----

INTRODUCCION

Los problemas socio-económicos de un país están, casi siempre, sujetos al actuar de sus gobiernos. La estabilidad de la estructura gubernamental de una Nación, depende de sus resultados, positivos o negativos, en los proyectos que el mismo genere.

Uno de los problemas sociales que nuestro país ha enfrentado desde hace varias décadas es, sin lugar a dudas, la falta de financiamiento para proyectos de interés social entre los cuales tenemos los de viviendas.

Existe en la actualidad, una gran cantidad de proyectos de vivienda en nuestro país; la mayoría son el resultado de inversionistas de la empresa privada. Sin embargo, el común denominador del pueblo panameño no posee la capacidad económica para ser partícipes de ellos; es decir, no pueden adquirir las viviendas que dichos proyectos promocionan por poseer un salario muy bajo.

En estos casos, el Gobierno Nacional debería al menos ofrecer opciones de manera de minimizar el alto porcentaje de familias sin vivienda propia.

A través de esta Investigación, pretendemos sentar los pasos para que una de esas opciones sea real, legal e inmediata. La idea de utilizar Bonos Municipales con el fin de financiar proyectos de vivienda nace a

partir de este vacío que, de hecho, existe sobre esas opciones.

En nuestro primer capítulo, presentamos los Aspectos Metodológicos que utilizamos para llevar a cabo nuestra investigación. Mencionamos, breve pero de forma lógica e integral, los motivos de la elección del tema, y por ende los Objetivos (Generales y Específicos) por los cuales desarrollamos nuestra investigación. Además enunciamos nuestra Hipótesis basados en las variables y en la misma formulación del problema.

Posteriormente, en el segundo capítulo, entramos en materia base para la elaboración de la investigación. Partimos con el tema de los Mercados de Valores, clasificando a los Mercados Financieros y señalando las funciones de los mismos. Para complementar este tema, presentamos las características del Mercado de Valores en Panamá, siendo los Municipios las entidades en las cuales basamos gran parte de nuestro Proyecto, realizamos un completo estudio de las Características, Tipos, Clasificación y Tasa de Riesgo en cuanto a el Mercado de Valores Municipales y al Mercado de Hipotecas, tomando en cuenta los riesgos emergentes de la inversión de préstamos hipotecarios.

En el capítulo tercero, La Bolsa de Valores, presentamos una reseña histórica de los orígenes y funciones de las Bolsas de Valores

internacional/es y de la Bolsa de Valores de Panamá, haciendo énfasis en la Estructura y Administración de la misma. Además las Funciones, Implicaciones y Características de las BVP son ampliamente desarrollados en este capítulo. Al llegar al punto de los Tipos de Valores que se negocian en la BVP, lo hicimos con la finalidad de introducir los instrumentos financieros de los cuales se basa, tanto el Gobierno como la Empresa Privada, para financiar sus proyectos. En este capítulo, también señalamos las Ventajas que ofrece la inversión en la BVP y la nueva Opción de Custodia después de haber invertido en la misma.

Los Bonos y los Tipos de Bonos, son el tema desarrollado en el cuarto capítulo de nuestra investigación. Aquí presentamos además de la definición de Bonos, sus tipos, la constitución de los mismos y un desglose completo de los Bonos Municipales. Es en este capítulo en que mencionamos la existencia del tipo de regulación fiscal sobre la emisión de Bonos Municipales, que en nuestro concepto es ínfimo y no esta acorde a la necesidad real de nuestros Municipios.

El capítulo quinto presenta la Propuesta que hacemos en base a la Investigación sobre Valores, Mercados Financieros, Bonos Municipales y las necesidades de nuestra comunidad acerca de el financiamiento de viviendas en el área oeste de la república de Panamá. Es en este capítulo en donde desarrollamos ampliamente la utilización de Bonos

Municipales para poder financiar el proyecto de viviendas “San Francisco”, presentamos la justificación, viabilidad y el plan de Financiamiento para poder llevar a cabo dicho proyecto. Las clases de Financiamiento, el Flujo de efectivo y las fuentes de fondos son temas que también desarrollamos en este capítulo a fin de cumplir con todos los requisitos de viabilidad del Proyecto de Viviendas San Francisco. También desarrollamos, a manera de modelo, la estructura de la empresa municipal como gestora del plan de vivienda.

Finalmente en el último capítulo, presentamos las conclusiones y las recomendaciones sobre nuestra investigación. Recomendando, de forma clara y definida las bases para el uso real y efectivo de los Instrumentos Financieros, en este caso los Bonos Municipales, para el financiamiento de proyectos de viviendas. También aquí presentamos, nuestras consideraciones sobre la falta de una legislación definida y exclusiva sobre la emisión de Bonos (Estatales y Municipales) en nuestro país, tomando en cuenta la necesidad apremiante en materia social.

PRIMERA PARTE

**ANTECEDENTES, INTRODUCCION AL MERCADO DE VALORES, SU
NEGOCIACION E INSTRUMENTOS DE DEUDA**

CAPITULO I

ANTECEDENTES DEL PROCESO DE INVESTIGACION

A. JUSTIFICACION

Para muchas personas, las actividades comerciales dentro de un país representan o caracterizan su desarrollo económico. La globalización, el crecimiento económico y las actividades de las empresas por la obtención de fondos, han desencadenado, una modernización de las actividades económicas de nuestro país. Estas actividades económicas se ven caracterizadas por la creación de nuevos mercados para obtener financiamiento de las empresas con miras a obtener un crecimiento o desarrollo empresarial. Esto se debe sobre todo a una demanda y oferta de capitales y a una nueva corriente de administradores que utilizan estrategias de inversión innovadoras.

Al desarrollarse el mercado financiero, necesitan las empresas e inversionistas nuevos instrumentos y los medios seguros para poder comerciar los mismos. Esto sin lugar a duda ha dado forma a los instrumentos y mercados actuales. Es necesario conocer los escenarios financieros, las estructuras institucionales donde se negocian estos y las herramientas analíticas necesarias para comprender estas innovaciones.

Es de suma importancia para el inversionista conocer las posibilidades que ofrecen algunos instrumentos, de poder financiar proyectos de inversión minimizando de la mejor manera posible los

riesgos que generan los proyectos. Pero en esencia, conocer aquellos instrumentos que los gobiernos locales y municipales puedan, por Ley, emitir y negociar, para poder hacerle frente a los compromisos sociales y desarrollar proyectos que de otra forma no se pueden realizar. El aspecto fundamental es la obtención de financiamiento, para el desarrollo de proyectos, a través de Bonos Municipales.

Sabemos que en nuestro país, los sectores más pobres no son atendidos debidamente, y por otra parte el Estado, cuenta con un presupuesto que no responde a solucionar problemas sociales, como lo son la vivienda, salud, educación, problemas de recolección de basura y muchos más. Para poder resolverlos debemos contar con el dinero o las partidas necesarias. Muchas de las veces no se cuenta con dichos recursos, por lo que le es necesario como entidades autónomas, buscar mecanismos alternos para obtener el financiamiento necesario y hacerle frente a los problemas que surjan.

Este proyecto tiene como fundamento la obtención de fuentes de fondos para solucionar un problema de vivienda y a la vez que genere ingresos para ser invertidos en problemas como la recolección de la basura y otros de prioridad dentro de los distritos. Esto tendrá una importancia para los municipios como medio de obtención de fondos para el desarrollo de la comunidad en general.

B. EL PROCESO DE INVESTIGACION

La investigación es un proceso que, mediante la aplicación de diferentes métodos, procura obtener información relevante y fidedigna, para atender, verificar, corregir o aplicar el conocimiento. La investigación por sí misma constituye un método para descubrir la verdad; es un método de pensamiento crítico. La investigación no es más que descubrir principios y generar procedimientos para luego aplicarlos. El autor Tamayo Y Tamayo considera:

“...la investigación como un proceso más formal, sistemático e intensivo de llevar a cabo el método científico del análisis. Comprende una estructura de investigación más sistemática que desemboca generalmente en una especie de reseña formal de los procedimientos y en un informe de los resultados o conclusiones. Mientras que es posible emplear el espíritu científico sin investigación, sería imposible emprender una investigación a fondo sin emplear espíritu y método científico.”¹

¹ TAMAYO Y TAMAYO, Mario. EL PROCESO DE LA INVESTIGACION CIENTIFICA. México, página 22.

La investigación por ser sistemática, genera procedimientos, presenta resultados y debe llegar a conclusiones, ya que la sola recopilación de datos o hechos y aun su tabulación no son investigación, sólo forman parte importante de ella. La investigación tiene razón de ser por sus procedimientos y resultados obtenidos.

Para la realización de este trabajo de investigación utilizaremos una metodología, la cual expone, analiza, y valora los distintos métodos usados en la investigación. Es la descripción, el análisis y la valoración crítica de los métodos de investigación y prueba.

C. TEMA DE INVESTIGACION

1. Elección del Tema.

A nivel de procesos investigativo no debe suponerse conocido el tema y arrancar con el problema, lo importante es elegir el tema ya que el problema se deriva de éste.

La elección del tema es el primer paso en la realización de una investigación. Consiste esta elección en determinar con claridad y precisión el contenido del trabajo a presentar. Es necesario determinar si el tema es de interés, si existe información

sobre el mismo, quien la posee y la puede brindar y que desarrollo personal y generales traerá el desarrollo de la investigación.

El tema de nuestra investigación, obedece al desconocimiento real de los diferentes sectores financieros y no financieros sobre los Bonos y específicamente sobre los Bonos Municipales, su estructuración, emisión y regulaciones y demás perspectivas que pueden generar para los municipios la utilización de ellos para la solución de proyectos sociales o captación de recursos. Frente a esto nuestro tema se denomina “ **BONOS MUNICIPALES EN PANAMA COMO SOLUCION AL FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS DE VIVIENDA EN EL SECTOR OESTE DE PANAMA**”. Esta se origina de las inquietudes y abismos sobre los Bonos Municipales, como instrumento de deuda para la financiación de proyectos sociales de gobiernos locales y municipales, ya que en otras latitudes si se utilizan.

2- Objetivos de La Investigación.

Cuando se ha seleccionado el tema de investigación debe procederse a formular los objetivos de la misma; que deben estar armonizados con los del investigador y los de la investigación. El

objetivo de la investigación es el enunciado claro y preciso de las metas que se persiguen. Carlos Méndez, considera lo siguiente:

“..los objetivos deben ajustarse a la consecución de resultados por la acción del investigador. Puede referirse a la observación, descripción, explicación de situaciones concretas observables en el desarrollo de la investigación”²

Todo trabajo de investigación es evaluado por el logro de los objetivos mediante un proceso sistemático, los cuales deben haber sido previamente señalados y seleccionados al inicio.

El objetivo central de una investigación es lo que se ha de demostrar a partir de la hipótesis propuesta, lo cual nos permite formular objetivos generales y específicos.

El objetivo general, consiste en lo que pretendemos realizar en nuestra investigación; es decir, el enunciado claro y preciso de las metas que se persiguen en la investigación. Este se apoya en los objetivos específicos que indican lo que se pretende realizar en cada una de las etapas de la investigación.

²MENDEZ, Carlos METODOLOGIA. Colombia, 1995, página 85.

- Establecer el conocimiento pleno de la Bolsa de valores de Panamá
- Describir los integrantes de la bolsa de Valores de Panamá y valores que negocian.
- Definir los Bonos y tipos de Bonos.
- Brindar las estructuras para la emisión de bonos del estado.
- Establecer el financiamiento para los proyectos de vivienda.
- Describir los procedimientos para el calculo del valor y tasas de rendimientos de los Bonos.
- Establecer el grado de conocimiento de los Bonos municipales y su estructura en el mercado bursatil.
- Describir los pasos de financiamiento de proyectos de inversión y su financiación.

3- Delimitación del Tema o Estudio

Delimitar un tema consiste en enfocar en términos concretos nuestras áreas de interés, especificar sus alcances y determinar sus límites. Es necesario también presentar los elementos que pueden condicionar la investigación, ya sea de una u otra forma a nivel de tiempo, métodos y recursos.

2.1. Objetivos Generales

- Proporcionar conocimientos generales de los diferentes procesos, normas, instituciones y mercados de los Bonos y Bonos Municipales.
- Desarrollar planes de financiamiento a través de instrumentos de deuda como lo son los Bonos Municipales.
- Ofrecer experiencias sobre las políticas de la emisión de Bonos.
- Brindar aspectos generales sobre los integrantes de los diferentes mercados de valores y la negociación a través de la Bolsa de valores.
- Determinar la necesidad de modernización de las leyes sobre los Bonos para el desarrollo del mercado de valores.

2.2. Objetivos Específicos:

- Establecer los diferentes conceptos financieros sobre los mercados de valores.
- Definir y describir los mercados que componen el mercado de valores.

Para nuestro estudio lo vamos a delimitar:

- Tiempo: enfocaremos la investigación desde mediados de los años 80 y 90 hasta la actualidad.
- Espacio: nos referimos a un estudio de tipo sectorial y global, que recoge algunos países del continente.
- Contenido: el estudio es descriptivo, y comprende áreas financieras, económicas y políticas de los instrumentos financieros.

D. EL PROBLEMA Y EL MARCO TEORICO

1. Formulación del Problema.

El problema es el punto de partida de la investigación. Surge cuando el investigador encuentra una laguna teórica, dentro de un conjunto de datos conocidos, o un hecho no abarcado por una teoría. El planteamiento de un problema va a establecer la dirección del estudio para lograr ciertos objetivos, de manera que los datos pertinentes se recolectan teniendo en mente estos objetivos. De allí, viene la parte final, es decir la elaboración o formulación del problema, la cual consiste en la estructuración de toda la investigación en su conjunto, de tal

modo que cada una de sus piezas resulte parte de un todo y que este todo forme un cuerpo lógico de investigación.

- **Problema: Desconocimiento, sobre las políticas, leyes y estrategias para el financiamiento de proyectos a través de Bonos municipales, así como los mecanismos para la emisión de Bonos municipales en Panamá.**

2. Definición de términos Básicos

Todo investigador debe hacer uso de conceptos para poder organizar sus datos y percibir las relaciones entre ellos.

Los conceptos deben ser definidos dándole el significado general que se intenta dar a conocer en el término de las operaciones por las cuales serán representadas en determinado estudio.

a) Términos Básicos

- 1- Bonos
- 2- Bonos Municipales
- 3- Mercado de Valores
- 4- Financiamiento

- 5- Bolsa de Valores.
- 6- Bursátil
- 7- Mercado de Dinero
- 8- Mercado de Capitales.
- 9- Mercado de Hipotecas.
- 10- Tasa de descuento.
- 11- Comisión de valores
- 12- Mercado de acciones
- 13- Mercado
- 14- Interés.
- 15- Proyecto
- 16- Viabilidad
- 17- Factibilidad Técnica
- 18- Viabilidad Económica
- 19- Inversión
- 20- Obligaciones
- 21- Bonos del estado
- 22- Instrumentos de Capital
- 23- Tasa de riesgo
- 24- Flujos de fondos.

3. Variables

Se denomina variable a un aspecto o dimensión de un fenómeno que tiene como características la capacidad de asumir distintos valores, ya sea cuantitativo o cualitativo. Es la relación causa-efecto que se da entre uno o más fenómenos estudiados.

La validez de una variable depende sistemáticamente del marco teórico que fundamenta el problema y del cual se ha desprendido, y su relación directa con la hipótesis que la respalda.

Las Variables se clasifican según la capacidad o nivel en que nos permiten medir los objetivos. Es decir, que las características más común y básica de una variable es la diferencia entre la presencia y ausencia de la propiedad que ella enuncia. Entre estas tenemos: Variables continuas, discretas, individuales, colectivas, antecedente, independiente, dependiente, alterna y extraña.

Entren las variables que podemos encontrar tenemos:

- a) Legislación que rige la Comisión Nacional de Valores
- b) El desarrollo del mercado de valores.

La relación entre la variable dependiente e independiente se puede escribir de la siguiente manera:

$$B = f(A);$$

Tenemos entonces que para nosotros la variable independiente es A; la Legislación que rige la Comisión Nacional de valores o la Ley de Valores, entonces B es la variable dependiente y sería el grado de desarrollo del Mercado de Valores, ya que su desarrollo depende de las leyes de la Comisión Nacional de valores.

4- Hipótesis

La hipótesis es el eslabón necesario entre la teoría y la investigación, que nos lleva al descubrimiento de nuevos hechos.

La hipótesis es una proposición que nos permite establecer relaciones entre hechos. Puede ser desarrollada desde distintos puntos de vista, puede estar basado en una conjetura, en el resultado de otros estudios, en la posibilidad de una relación semejante entre dos o más variables

representadas en un estudio, o puede estar basada en una teoría mediante la cual una suposición de procesos deductivo nos lleva a la pretensión de que si se dan ciertas condiciones se pueden obtener ciertos resultados, es decir, la relación causa efecto.

La hipótesis para trabajos descriptivos se puede omitir. Sin embargo presentamos una hipótesis a continuación:

HIPOTESIS NULA (HO)

Ho “ La legislación que actualmente rige la Comisión Nacional de Valores permite diferenciar, y emitir Bonos y Bonos municipales en la República de Panamá”

HIPOTESIS CIENTIFICA (HI)

Hi “ La legislación que actualmente la Comisión nacional de Valores no permite diferenciar y emitir Bonos y Bonos Municipales en la República de Panamá”

E. METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION

1-Tipo de Investigación

Cuando se va a resolver un problema en forma científica es muy conveniente tener conocimiento detallado de los posibles tipos de investigación que se pueden seguir. Este conocimiento hace posible evitar equivocaciones en la elección del método adecuado para un procedimiento específico.

Los tipos de investigación son:

- a) **Histórica:** trata de la experiencia pasada, se aplica no sólo a la historia sino también a las ciencias de la naturaleza, al derecho, la medicina o cualquier otra disciplina científica.
- b) **Descriptiva:** Comprende la descripción, registro, análisis e interpretación de la naturaleza actual, composición o procesos de los fenómenos. El enfoque se hace sobre conclusiones dominantes, o sobre cómo una persona, grupo o cosa, se conduce o funciona en el presente.

La tarea del investigador en este tipo de investigación tiene las siguientes etapas:

- Descripción del Problema
- Definición y formulación de hipótesis
- Supuestos en que se basan las hipótesis
- Marco teórico

- Selección de técnica de recolección de datos
 - Población
 - Muestra
- Categorías de datos a fin de facilitar relaciones
- Verificación de validez de instrumentos.
- Descripción, análisis e interpretación de datos.

c) **Investigación Experimental:** Se presenta mediante la manipulación de una variable experimental no comprobada, en condiciones rigurosamente controladas, con el fin de describir de qué modo o por qué causa se produce una situación o acontecimiento particular.

En nuestro trabajo se emplea la investigación descriptiva ya que describe las características fundamentales de los Mercados de valores, Bolsa de valores, Bonos y Bonos municipales y el financiamiento de proyectos de interés social.

2-Población y Muestra

Población es la totalidad del fenómeno a estudiar en donde las unidades de población poseen una características común, la cual se estudia y da origen a los datos de la investigación.

Cuando se seleccionan algunos de los elementos con la intención de averiguar algo sobre la población de la cuál están tomados, nos referimos a ese grupo de elementos como muestra.

Población: en nuestro estudio la población o universo va a ser todos los municipios que hayan emitidos Bonos, así como el mercado de valores de Panamá.

Muestra: está puede ser el análisis de una parte o de un municipio.

3- Recolección de Datos.

La recolección de datos depende en gran parte del tipo de investigación y del problema planteado para la misma, y puede efectuarse desde la simple ficha bibliográfica, observación, entrevista, cuestionarios o encuestas y aun mediante ejecución de investigaciones para este fin.

- Ficha de Trabajo: es el instrumento que nos permite ordenar y clasificar los datos consultados, incluyendo nuestras observaciones y críticas, facilitando así la redacción del escrito.
- Observación: es la más común de las técnicas de investigación. Esta hace referencia a la percepción visual y se emplea para indicar todas las formas de percepción utilizadas para el registro

de respuestas tal y como se presentan a nuestros sentidos. En esta podemos utilizar la observación directa, en la cual el observador puede apreciar y recoger datos mediante su propia observación. La observación indirecta en la cual se corrobora los datos que se ha tomado de otros, ya sea de testimonios orales o escritos de personas que han tenido contacto de primera mano con la fuente que proporciona los datos.

- Entrevistas: es la relación directa establecida entre el investigador y su objeto de estudio a través de individuos o grupos con el fin de obtener testimonios orales. La entrevista puede ser oral y colectiva y por su estructura libre o dirigida.
- Cuestionario. Constituye una forma concreta de la técnica de observación, logrando que el investigador fije su atención en ciertos aspectos y se sujete determinadas condiciones.

Para la recolección de la información de los datos utilizamos la ficha de trabajo, la observación indirecta, la entrevista informal no estructurada.

4- Procesamiento de Datos.

Una vez recopilado los datos por los instrumentos diseñados para este fin es necesario procesarlos., ya que la cuantificación y su tratamiento estadístico nos permitirán llegar a conclusiones en relación con las hipótesis planteada.

- a) Codificación: es el procedimiento técnico mediante el cual los datos son categorizados, “Codificar” es clasificar todos los datos en base a las variables independientes y dependientes relacionados con la investigación.
- b) Tabulación: es hacer tablas o listados que permitan el agrupamiento y su contabilización.

En nuestro trabajo utilizaremos estas variables para el procesamiento de los datos.

CAPITULO II

EL MERCADO DE VALORES

A- LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros son las estructuras determinantes en el progreso de los países, los cuales permiten el desarrollo de los proyectos de los sectores privados y públicos. Los mercados financieros son espacios, lugares o entidades en los cuales concurren una clase específica de personas o empresas, con el objetivo de satisfacer las necesidades de financiamiento o de fondos. Este lugar también podemos definirlo como aquel donde concurren personas naturales o jurídicas con el objetivo de demandar u ofertar fondos.

Los demandadores de fondos son aquellos que necesitan capital para desarrollar sus proyectos o hacerle frente a una deuda o a una necesidad de capital. Los oferentes de fondos, son aquellos que poseen un capital ocioso o excedente, y están dispuestos a brindar éstos a aquellos que los demandan con el objetivo de obtener un rendimiento aceptable que supere en alguna medida las expectativas del mercado financiero. Lawrence Gitman, establece que los mercados financieros son aquellos que:

“... proporcionan un foro en el que los proveedores de fondos y demandadores de préstamos e inversiones pueden efectuar sus transacciones directamente. Los

proveedores de fondos, los proveedores del mercado financiero saben a quién o en dónde son prestados o invertidos sus fondos.³

En vista de lo anterior, el mercado financiero es aquel lugar donde se intercambian activos financieros. *Los activos financieros*, pueden ser dinero en efectivo o cualquier instrumento que sirva para el intercambio. Dentro de la estructura financiera de las empresas los instrumentos financieros son aquellos que permite responder a una deuda y se conocen como instrumentos de deuda. Dentro del mercado financiero hay diferentes tipos de activos financieros, que son los instrumentos que se intercambian diariamente, para hacerle frente a los requerimientos de fondos o de inversión. Los activos financieros más utilizados en el mundo financiero son Bonos, Acciones, Letras de Cambio y Pagare.

Los activos tangibles son aquellos que podemos tocar o dependen de cosas físicas como lo son terrenos, autos, casas, edificios, maquinaria. Los intangibles son los que hemos tratado como las obligaciones que tienen un rendimiento a futuro o esperamos un beneficios en un tiempo determinado. Los activos financieros entran dentro de esta categoría. Podemos señalar que activos de este tipo son por ejemplo, los bonos emitidos por el gobierno Panameño, bonos

³ GITMAN, Lawrence., Administración Financiera Básica. México. 1994, pág.21

emitidos por El Banco del Istmo; acciones comunes emitidas por la Cervecería Nacional, S.A.; bonos emitidos por el Municipio de Panamá; etc.

Los activos financieros son necesarios para poder financiar los activos tangibles, que son necesarios a su vez para poder producir o brindar servicios a los consumidores, los cuales son los que realmente hacen posible que las empresas tenga una rentabilidad adecuada. La manera de satisfacer los requerimientos del mercado, es poder contar con los activos tangibles necesarios y para ello necesitamos fondos para su adquisición y constante mejoramiento de nuestros equipos y por ende de los productos que demandan los consumidores. Muchas veces la forma de hacerle frente a estos requerimientos es por medio de instrumentos de deuda o acciones.

La función de los activos financieros según Fabozzi y otros es :

“... la transferencia de fondos de aquellos que tienen excedentes para invertir, hacia aquellos que los necesitan para invertirlos en activos tangibles y la segunda función es transferir fondos en forma tal, que se redistribuya el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo el cual se generan por los activos tangibles, entre aquellos

que buscan y aquellos que proporcionan los fondos”⁴

1-CLASIFICACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros se clasifican en diferentes categorías, las más comunes son el *mercado de dinero*, el *mercado de capitales*, el *mercado de divisas*, *mercado de valores*. Estos son los más importantes para el sistema financiero de cualquier país. Las clasificaciones son hechas en base al tiempo, a la maduración de la obligación y en base a su estructura.

1.1.-Clasificación en base al tiempo o vencimiento de la Obligación. Esta clasificación se utiliza si las obligaciones tienen un tiempo de duración, menor de un año o superiores a un año. La misma contiene dos mercados importantes, el Mercado de Dinero y el Mercado de Capitales .

➤ El mercado de Dinero, según Augusto Barrera:

“es aquel que comprende la actividad crediticia que realizan los intermediarios financieros básicamente en operaciones de corto plazo, para el financiamiento de capital de trabajo de empresas, conocido como mercado monetario. En el ocurren transacciones de mercado abierto , inclusive las

⁴ FABOZZI, Frank y Otros; MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS, México, 1996, pág. 5.

operaciones de un día llamadas “overnigth”, utilizándose como medio de pago, los documentos negociables, tales como el cheque, pagaré, transferencias, etc. En este se negocian: certificados de depósitos, certificados de depósitos de eurodólares, papel comercial, aceptaciones bancarias, letras del tesoro, pagaré, préstamos interbancarios, recompra de contratos. Los elementos comunes entre estos instrumentos lo son la seguridad y la liquidez, operando a través de dealers y bancos.”⁵

Como lo establece Barrera, en este mercado se efectúan transacciones de corto plazo, con vencimientos menores de un año.

- El Mercado de Capitales según el mismo Autor, lo define como:

“... aquellas transacciones de capital a largo plazo, con el fin de financiar la formación de activos fijos, fundamentalmente a través de la concesión directa de créditos o lo que es usual, mediante la emisión pública y puesta en circulación de valores, por parte de las empresas privadas (acciones y obligaciones), las instituciones financieras (certificados de inversión, o en un sentido amplio, por el propio Estado y demás entidades públicas (deuda pública, títulos de renta fija, etc). Se caracteriza principalmente, por ser

⁵ BARRERA, Augusto Nociones de Operaciones Bancarias. Panamá 1995, pág.:40.

aquel donde se realizan los financiamientos del capital de trabajo y de bienes de capital para las empresas y el Gobierno. La existencia de un mercado de capitales eficiente, facilita el flujo ahorro-inversión, promoviendo así el desarrollo económico del país.”⁶

El mercado de capitales se utiliza cuando es necesario realizar transacciones con vencimientos mayores de un año o a largo plazo.

1.2.-Clasificación en base a la Madurez de la Obligación.

Estos constituidos básicamente por el Mercado Primario y el Mercado Secundario.

- Mercado Primario: es en el cual se efectúan la colocación por primera vez o inicialmente de las emisiones de títulos valores, acciones y otros mediante la oferta pública. Entre estos podemos señalar: bonos, CATS, CPC.
- Mercado Secundario: se caracteriza, como el lugar donde se llevan a cabo las transacciones de compra y venta de títulos valores y que representa la transferencia de la propiedad de estos, colocados anteriormente en el mercado primario con el propósito de dar liquidez a los dueños de estos títulos.

⁶ BARRERA, A. , Op. Cit., Página 41.

1.3.- Clasificación en base a la estructura organizacional. Esta clasificación esta compuesta por los mercados de subasta y el mercado de mostrador.

➤ El Mercado de Subasta: conocido como mercado de compra, en el cual las órdenes son lotificadas o agrupadas para transacciones simultáneas al mismo precio. En este un determinado subastador de mercado sostiene una subasta para una acción, la misma puede ser oral o escrita.

➤ El Mercado de Mostrador: es un mercado cuyos participantes están dispersos en diferentes lugares pero se comunican entre sí a través de servicios electrónicos y de computadoras.

1.4-Clasificación en base a su entrega inmediata o futura. esta estructura consta de dos mercados, el spot o en efectivo y el mercado de instrumentos derivados.

➤ El Mercado Spot: también llamado mercado de efectivo, es el lugar donde se comercian los activos financieros para entrega inmediata.

➤ El mercado de instrumentos derivados: está conformado por dos tipos básicos de instrumentos, los contratos a futuros/ a plazos y contratos de opción. Los contratos a futuros o a plazo son aquellos en

los cuáles los compradores y vendedores acuerdan en una fecha futura predeterminada la compra y venta de un activo financiero. Las partes están obligadas a realizar la acción en la fecha sin ningún cargo o cuota. En el caso de un contrato a opción, éste le da el derecho al que tiene el contrato de comprar o vender si así lo requiere, pero no la obligación de hacerlo. El comprador del contrato debe pagar al vendedor una cantidad o cuota que se llama Precio de la Opción.

Fabozzi y otros establecen:



“... cuando la opción garantiza al propietario el derecho de comprar un activo financiero de la otra parte , se le dice opción de compra. Si en vez de ello, dicha opción garantiza al propietario el derecho de vender un activo financiero a la otra parte, se le nombra opción de venta.”⁷

2-FUNCIONES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros tienen funciones que hacen posible que se lleven a cabo todo tipo de transacciones bursátiles. Entre las funciones de los mercados financieros tenemos:

⁷ FABOZZI, Frank y otros, Op Cit., Página 13.

- a) La determinación del precio del activo que pondrá a disposición de los vendedores o compradores, los cuáles efectúan una negociación para fijar un precio adecuado a sus intereses. Adicionalmente, determinan el rendimiento de los activos financieros.
- b) Brindan mecanismos para poder colocar los activos financieros de los inversionistas o empresas. En otras palabras vender o colocar estos para obtener liquidez o financiar sus proyectos.
- c) Los mercados financieros tienden a reducir los costos de la tramitación y colocación de los activos financieros. Estos costos son los que se incurren al momento de buscar y costos relacionados con la información necesaria sobre los mismos activos financieros que se negocian. A estos costos se les conoce como costos de búsqueda y costos de información.
- d) Los mercados financieros están formados de todas las transacciones que dan como resultado de activos y pasivos financieros. Estas transacciones se hacen a través de instituciones organizadas tales como la Bolsa de Valores o través del mercado de ventas de mostrador.

B- EL MERCADO DE VALORES DE PANAMA

El Mercado de Valores opera dentro del sistema financiero. Las operaciones que realiza se relacionan con la emisión, colocación y distribución de los títulos valores. Quienes ofrecen títulos son las empresas privadas y el Gobierno; las que compran, son las personas físicas y jurídicas. El Mercado de Valores está formado, a su vez, por el Mercado Primario y el Mercado Secundario, los cuales se definieron en el punto anterior.

Este es el más importante del sistema financiero, ya que de él depende el ahorro de mediano y largo plazo, que es el que más necesitan los países para poder llevar a cabo todas las inversiones, para el desarrollo social y económico.

Para que los mercados de valores puedan evolucionar y crecer necesitan ser sólidos y generar la confianza necesaria para que los inversionistas tengan la plena seguridad que las transacciones bursátil siguen un patrón, basado en reglas y procedimientos plenamente establecidos y aplicados a todos por igual. Nuestro Mercado de Valores ha desarrollado una serie de leyes y normas que reglamentan las actividades del mismo. Al tener un Mercado de Valores, es necesario saber que se crea una gran cantidad de vehículos de inversión que hace que los diferentes instrumentos de inversión compitan con el

ahorro, ofreciendo a éstos y a los prestatarios nuevas alternativas de inversión de financiamiento para sus proyectos. Al tener estas alternativas, éstos pueden tener más opciones y poder elegir cuales de las disponibilidades de capital son más beneficiosos y rentables para su futura inversión. El inversionista podrá evaluar los costos o rendimientos que el mercado ofrece, que incurren al optar por cada una de las alternativas.

El Mercado de Valores de Panamá está regido por:"

DECRETO-LEY No.1
(de 8 de julio de 1999)

Por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá.”⁸

Este Decreto-Ley es un instrumento jurídico que reglamenta y promueve la venta al público de títulos valores, tomando en cuenta a todos los que intervienen en el proceso de compra y venta con el fin de brindar protección a los mismos.

1-CARACTERISTICAS DEL MERCADO DE VALORES

El Mercado de Valores de Panamá, como entidad funciona bajo el techo de La Comisión Nacional de Valores, tiene personería jurídica y

⁸ GACETA OFICIAL. DECRETO LEY Nº 1. COMISION NACIONAL DE VALORES.1999.
PAGINA 1

es inspeccionada por el Organo Ejecutivo y la Contraloría General de la República. Según el Decreto-Ley N°1 del 8 de Julio de 1999, establece en sus Artículos , 2 y 3:

"ARTICULO 2: Créase la Comisión Nacional de Valores como organismo autónomo del Estado con personería jurídica y patrimonio propio. Con el fin de garantizar su autonomía, la Comisión gozará de las siguientes prerrogativas y facilidades:

- (1) Tendrá fondos separados e independientes del gobierno central y el derecho de administrarlos.
- (2) Aprobará su presupuesto de rentas y gastos, que posteriormente se incorporará al presupuesto general del Estado. Mientras el presupuesto de la Comisión incluya fondos aportados por el Estado, su presupuesto será preparado por el Ministerio de Economía y Finanzas como parte del presupuesto general del Estado.
- (3) Escogerá, nombrará y destituirá a su personal y fijará su remuneración, de conformidad con lo que dicte su reglamento interno.

ARTICULO 3: La Comisión estará compuesta por tres Comisionados nombrados por el Presidente de la República.

Los Comisionados fungirán como funcionarios de tiempo completo y serán remunerados con un sueldo, conforme a lo que al efecto disponga el Organo Ejecutivo. Los Comisionados no podrán ejercer profesiones liberales ni el comercio, ni ningún otro cargo retribuido, excepto la enseñanza universitaria. Tampoco podrán ejercer ninguna otra actividad o cargo no retribuido que sea contrario o interfiera con los intereses públicos confiados a su cargo." ⁹

⁹ GACETA OFICAL. LEY DE VALORES. Op. Cit. Página 8.

En los artículos 2 y 3 se establece claramente las funciones o prerrogativas y facilidades para poder funcionar adecuadamente. Se establece además que La Comisión Nacional de Valores estará conformada por tres comisionados, nombrados por el Presidente de la República y cuáles son sus funciones primarias.

Las atribuciones de la Comisión Nacional de Valores son establecidas claramente en el Artículo 8 del Decreto-Ley N°1 de Comisión Nacional de Valores que establece los siguiente:

“La Comisión tendrá las siguientes atribuciones:

- (1) Fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en la República de Panamá.
- (2) Resolver sobre las solicitudes de registro de ofertas públicas y cualesquiera otras que se presenten a la Comisión con arreglo a este Decreto-Ley y suspender o cancelar aquellas ofertas públicas que violen disposiciones de este Decreto-Ley o de sus reglamentos.
- (3) Expedir, suspender, revocar y cancelar las licencias de las bolsas de valores, centrales de valores, casas de valores, asesores de inversiones, ejecutivos principales, corredores de valores, analistas, administradores de inversión, y demás licencias que deba otorgar la Comisión con arreglo a lo dispuesto en este Decreto-Ley y sus reglamentos, así como ordenar a cualquiera de éstos la suspensión de cualquier actividad violatoria de este Decreto-Ley o de sus reglamentos, incluyendo la suspensión de operaciones y negociación de valores.

- (4) Establecer reglas de buena conducta comercial y normas éticas que deban seguir las casas de valores, los asesores de inversión, los ejecutivos principales, los analistas, los corredores de valores, las organizaciones autorreguladas, los miembros de organizaciones autorreguladas, las sociedades de inversión y administradores de inversión, cuya violación podrá acarrear sanciones disciplinarias.
- (5) Prescribir la forma y el contenido de los estados financieros y demás información financiera de personas registradas en la Comisión, así como adoptar los principios y las normas de contabilidad que se deban usar en la preparación de éstos; exigir que contadores públicos autorizados e independientes examinen los estados financieros y demás información financiera de personas registradas en la Comisión y rindan informes sobre los mismos; y establecer normas para asegurar la independencia de los contadores públicos autorizados que examinen los estados financieros de las personas registradas en la Comisión, así como normas de auditoría y con relación a la forma y el contenido de los informes preparados por dichos contadores públicos. Con el fin de lograr uniformidad en la presentación de estados financieros, la Comisión favorecerá la adopción de principios de contabilidad y normas de auditoría dictadas por organizaciones nacionales o internacionales de reconocido prestigio.
- (6) Examinar, supervisar y fiscalizar las actividades de las organizaciones autorreguladas, de los miembros de organizaciones autorreguladas, de las sociedades de inversión, de los administradores de inversión, de las casas de valores y de los asesores de inversión, así como de sus respectivos corredores de valores, analistas y ejecutivos principales,

según sea el caso, y de cualquiera otra persona sujeta a la fiscalización de la Comisión de acuerdo con el presente Decreto-Ley y sus reglamentos.

- (7) Velar por que las personas sujetas al presente Decreto-Ley cumplan con éste y con sus reglamentos.
- (8) Realizar las inspecciones, las investigaciones y las diligencias contempladas en el presente Decreto-Ley.
- (9) Iniciar procesos colectivos de clase y hacer uso de aquellas otras acciones y medidas a su alcance para hacer cumplir el presente Decreto-Ley y sus reglamentos.
- (10) Imponer las sanciones que establece este Decreto-Ley.
- (11) Emitir opiniones que expresen la posición administrativa de la Comisión en cuanto a la aplicación del presente Decreto-Ley y sus reglamentos.
- (12) Adoptar, reformar y revocar acuerdos.
- (13) Recomendar al Organo Ejecutivo la aprobación de los decretos ejecutivos que estime necesarios para la reglamentación del presente Decreto-Ley.
- (14) Aprobar su presupuesto.
- (15) Dictar su reglamento interno y establecer su estructura administrativa.
- (16) Las demás atribuciones que este Decreto-Ley y otros ordenamientos le señalen.”¹⁰

¹⁰ GACETA OFICIAL. Op. Cit. Página 10.

En el Mercado de Valores las operaciones que se realizan generalmente por cuatro elementos fundamentales:

- Las empresas privadas o el Estado, quienes son los que emiten títulos valores que se ofertan para la venta.
- Los inversionistas, que son las personas que realizan operaciones bursátiles y extrabursátiles, con el fin de poder obtener mayores rendimientos de sus dineros ociosos o excedentes de efectivos o cualquier título que posea.
- Los agentes de bolsa, quienes son intermediarios entre los demandantes y oferentes de fondos o de títulos valores.
- Y la Bolsa de Valores, que es el lugar físico o mercado organizado, especializado donde se intercambia valores, o el lugar donde concurren demandantes y oferentes de títulos valores y fondos y donde los precios se determinan por la libre oferta y demanda.

C- MERCADOS DE VALORES EMPRESARIALES.

El Mercado de Valores Empresariales o Corporativos, es un mercado donde se negocian acciones comunes e instrumentos de

grandes empresas como lo son el papel comercial, pagarés a plazo medio, aceptaciones bancarias , préstamos bancarios, bonos corporativos, acciones preferentes; con el fin de obtener financiamiento o colocación de los instrumentos de deuda.

1- EL MERCADO DE LAS ACCIONES PREFERENTES Y COMUNES.

Las acciones comunes es uno de los instrumentos que se valen las empresas para poder conseguir financiamiento o dinero, sin la necesidad de incurrir en un préstamo bancario. Las acciones comunes son fuente de financiamiento externas a la empresas. Las empresas para financiar deben emitir éstas y venderlas a los inversionistas, quienes se convertirán en propietarios si no son propietarios de la misma. Los inversionistas que posean éstas tienen derecho a compartir las utilidades de la empresa. La venta de acciones comunes divide la propiedad de la empresa en dos partes, la parte inicial poseída por los propietarios antiguos y la segunda que la conforman por los compradores de las acciones. Un ejemplo sobre esto, sería el siguiente: si una empresa tiene 10,000 acciones comunes , que corresponde al 100%, y por consiguiente la distribución también al 100% de los accionistas; pero si incrementamos la cantidad de acciones en 2,000, la

cantidad de acciones totales serían ahora 12,000, y por consiguiente, esto sería nuestro nuevo 100% de acciones. Los dueños originales conservarían sus 10,000 acciones originales pero su participación en la empresa sería ahora de $(10,000/12,500)$, del 80%, en vez del 100% anterior y los nuevos dueños tendrían una participación por las 2,500 acciones de 20%. Si los dividendos para una año particular fueran de B/.100.000.00, los antiguos dueños recibirán B/.80,000.00 y los nuevos dueños la cantidad B/.20,000.00, que corresponde al 80% y 20% respectivamente.

Las empresas al necesitar un financiamiento determinado, y si a escogido su presupuesto de capital para dicha inversión por medio de acciones comunes, tendrá que determinar cuanto es el valor de de las acciones que serán emitidas y cuanto vale el interés que proporcione la empresa. Por ejemplo, suponemos que una empresa tiene que financiar un nuevo proyecto y ha decidido emitir acciones, el valor total de las acciones viejas y nuevas después del financiamiento o de la inversión sea de B/.500,000.00. Ahora los dueños solo aceptaran desprenderse del 20% de su participación en la empresa y los nuevos dueños estarían dispuesto a pagar ese 20%, que correspondería a B/ 100,000.00. Este 20% será repartido entre las 2500 acciones que se venderán. Para determinar el precio de las acciones lo obtenemos de la

la razón de $B/100,000/2500$ acciones, que es igual a 40 balboas por acción. En la práctica, la empresa determina cuáles son las necesidades de financiamiento, estima el precio de las acciones que los inversionistas estarán dispuestos a pagar por la emisión de nuevas acciones de la compañía, y a partir de ésta se determina la cantidad de acciones a emitir para su puesta a la venta en los mercados financieros. La ventaja de este tipo de financiamiento sobre los préstamos o financiamiento con deuda es la ausencia del requerimiento para hacer pagos a los accionistas. Si la empresa tiene que efectuar un pago a un préstamo y no cuenta con el dinero tendrá que vender un activo tangible o financiero que posea para hacerle frente a la obligación o se vería forzado a dejar el negocio. Por otra parte, la empresa no tiene obligación de pagar dividendos a sus accionistas, y nunca tiene que pagar el dinero invertido por los accionistas. Los accionistas que deseen recuperar su inversión deben encontrar a alguien que compre sus acciones o tratar de liquidar la compañía.

Los inversionistas, o los tenedores de las acciones tienen derecho a compartir las ganancias cuando son distribuidas en forma de dividendo y adicionalmente derecho al voto en las reuniones de asamblea general de la empresa. Las acciones tienen dos tipos de valores principales;

las acciones comunes y las acciones preferentes. Según Fabozzi / Modigliani y Ferri la diferencia es:

“El grado en el cual los tenedores pueden participar en cualquier distribución de ganancias y capital, y la prioridad dada a cada clase es la distribución de las ganancias. Típicamente, los poseedores de acciones preferenciales tienen derecho a un dividendo fijo, el cual reciben antes de que los poseedores de acciones comunes puedan obtener cualquier dividendo.”¹¹

Las acciones comunes y preferentes son fuentes externas de capital de aportación. Las acciones preferentes tienen prioridad sobre los accionistas comunes con respecto a la distribución del ingreso y de los activos. Estas acciones son parecidas a la deuda en el sentido que suelen tener un dividendo anual fijo, pero existen emisiones que tienen una tasa flotante. Las ventajas de las acciones preferentes es la capacidad para incrementar su apalancamiento; la flexibilidad de las operaciones preferentes y la utilización en las fusiones, ya que a menudo son intercambiadas por las acciones comunes. Entre las restricciones o parámetros de las acciones preferentes se pueden especificar cláusulas

¹¹ Fabozzi y Otros. Op. Cit. Página 372.

restrictivas, dividendos acumulativos, participación de las utilidades, aspectos de pago y de conversión. Entre las desventajas más significativas tenemos la exigencia que implica por parte de los tenedores de las acciones preferentes, ya que goza de preferencias sobre los accionistas comunes. Otra desventaja es el costo de financiamiento, ya que a veces resulta mayor que el que proporciona la deuda.

Para algunos autores la acción preferente es mejor, para Modigliani y otros la acción preferencial es:

“Un *mejor* valor corporativo, en el sentido que los intereses de acciones preferenciales son mejores que los intereses de tenedores de acciones comunes.”¹²

En resumen, las ventajas básicas del uso del financiamiento a través de acciones preferentes son su capacidad para incrementar su grado de apalancamiento financiero de la empresa, la flexibilidad y su utilidad en las fusiones; sus desventajas son: la prioridad sobre las acciones comunes y su costo relativamente alto, en comparación con el costo de la deuda que pueda incursionar la empresa.

¹² Fabozzi y Otros. Op. Cit. Página 372.

Las acciones comunes por el contrario, su propiedad puede ser privada, minoritaria y pública. Pueden venderse con o sin valor nominal. Algunas empresas emiten diversos tipos de acciones comunes. Gitman, Lawrence., establece que las acciones comunes de una empresa pueden ser:

“Propiedad privada de una sola persona, propiedad minoritaria de un pequeño grupo de inversionistas, como una familia, o propiedad pública de un grupo más o menos amplio de inversionistas individuales y/o institucionales. Por lo general, las corporaciones menores son propiedad privada o minoritaria, y a la negociación de sus acciones ocurre de manera privada o en la bolsa de valores “sobre el mostrador”. Por el contrario las corporaciones grandes son propiedad pública, y sus acciones son comercializadas en las bolsas de valores organizadas o “sobre el mostrador”.”¹³

Las acciones comunes brindan al final de período fiscal una participación por cada acción y reciben el nombre de *ganancias por participación*. Las *ganancias por participación* es el resultado de restar del ingreso neto los dividendos preferenciales entre la cantidad de participación de acciones comunes vigentes. Las acciones comunes no cuentan con

¹³ GITMAN, Lawrence. Op. Cit. Página 596.

garantía alguna que tendrán distribución periódica de utilidades al final del periodo.

Otra parte importante de las acciones comunes es la venta de acciones de nuevas emisiones por medio del ofrecimiento de derechos, vender nuevas acciones comunes en forma directa a través de algún tipo de mecanismo o planes de compra. Según Lawrence Gitman esto se denomina opciones de acciones y las define como:

“Privilegio generalmente otorgados al personal administrativo que permiten la compra de cierta cantidad de acciones comunes de la propia empresa en un precio especificado a lo largo de un periodo determinado”¹⁴

La venta de acciones comunes se lleva a cabo en las principales bolsas de valores de los diferentes países y en el *mercado de mostrador*. Este mercado de mostrador es el término que se usa para todas las actividades de compras y ventas de valores que no se llevan a cabo en una bolsa de valores. El mercado de ventas sobre el mostrador, incluye acciones de todo tipo y maneja transacciones de bonos de todo tipo,

¹⁴ GITMAN, Lawrence. Op. Cit. Página 605.

acciones de compañías de inversión de fondos mutualistas, emisiones de valores entre otros.

La venta de acciones en la República de Panamá esta regido por el Título VIII, "DE LA OFERTA PUBLICA DE LA COMPRA DE ACCIONES", que en el Artículo 94 dice lo siguiente:

"Artículo 94: OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE ACCIONES

Toda persona, incluyendo al emisor, que en forma pública haga en la República de Panamá una oferta de compra de acciones registradas de un emisor por veinticinco por ciento o más del capital emitido y en circulación de dicho emisor o por una cantidad de acciones que haga que, como resultado de la compra de dichas acciones, dicha persona adquiera más del cincuenta por ciento del capital emitido y en circulación de dicho emisor, deberá notificar a la Comisión y cumplir con las disposiciones del presente Título y con los acuerdos que dicte la Comisión sobre el procedimiento de distribución que deba darse a los documentos que contengan la oferta, sobre la información que deba ser divulgada en dichos documentos y sobre la forma que éstos deban tener, con el fin de establecer un proceso equitativo para todas las partes.

La Comisión dictará, además, acuerdos sobre el contenido y la forma de las respuestas y las recomendaciones que hagan el emisor, su junta directiva u otras personas en relación con la aceptación o el rechazo de ofertas públicas de compra de acciones.

Quedarán excluidas del ámbito de aplicación del presente Título aquellas ofertas públicas de compra de acciones que la Comisión considere

conveniente excluir, siempre y cuando la exclusión no perjudique el interés del público inversionista.”¹⁵

La Ley Nacional de Valores reglamenta la venta y compra de acciones y el artículo 95 da el marco legal que se debe seguir para la compra pública de acciones.

Las ventajas de las acciones comunes son:

- Constituyen una fuente de financiamiento;
- Capacidad para incrementar el poder de empréstito de la empresa.
- Las acciones comunes carecen de vencimiento, eliminando la posibilidad de pago.
- Los dividendos no tienen que ser pagados sobre este tipo de acciones.

Sus desventajas son:

- División de la propiedad de la empresa.
- División de las utilidades generadas por la empresa.
- Costos elevados para su emisión.

¹⁵ GACETA OFICIAL. LEY NACIONAL DE VALORES. Op. Cit. Página 50.

2- INDICADORES DEL MERCADO DE ACCIONES

Los indicadores sirven para medir o informar sobre el cambio en los precios de grupos representativos de acciones. Estos indicadores también son conocidos como índices o promedios del mercado.

Dentro de estos indicadores establece Fabozzi y otros, que los más utilizados en el mercado de acciones son:

“el Dow Jones Industrial Average (DJIA). Otros indicadores del mercado de acciones citados en la prensa financiera son el Estándar & Poor’s 500 Composit (S&P 500), el New York Stock Exchange Composite Index (NYSE Composite), el American Stock Exchange Market Value Index (AMEX), el NASDAQ Composit Index, y el value Line Composite Average (VLCA). Hay muchísimos otros indicadores de mercado de acciones tales como los índices de acciones Wilshire y los índices de acciones Russel, los cuales son seguidos primeramente por los administradores de dinero institucionales.”¹⁶

Estos indicadores tienen diferentes métodos para obtener los resultados que presentan diariamente en los mercados de acciones. Los indicadores se pueden clasificar en tres grupos:

¹⁶ FABOZZIY OTROS. Op. Cit. Página 388.

- 1-Basadas en todas las acciones comerciadas en la casa de bolsa. En esta se encuentran:
 - New York Stock Exchange Composite Index (NYSE Composite)
 - American Stock Exchange Market Value Index (AMEX).
 - NASDAQ Composite Index.
- 2- Aquellos producidos por las organizaciones que seleccionan subjetivamente las acciones para ser incluidas en índices. Son ejemplos de estas:
 - Dow Jones Industrial Average (DJIA)
 - Standard & Poor's 500 (S&P 500)
 - Value Line Composite Average (VLCA)
- 3-Basada en una medida objetiva, tal como la capitalización de mercado de la compañía (valor de mercado total de las acciones comunes de la empresa, el cual iguala el número de participaciones vigentes multiplicado por el precio por participación de las acciones de mercado. En este grupo tenemos:
 - Wilshire Indexes, producidos por Wilshire Associates (California)

- Russell Indexes producidos por Russell Company (Washington). El criterio para la inclusión en cada uno de estos índices es únicamente la capitalización de mercado de una empresa.

Existen otros índices de precios de acciones de los mercados de acciones de otros países. Entre estos tenemos:

- Japón: tiene dos índices importantes que son
 - La Tokyo Stock Exchange produce el Tokio Stock price Index o TOPIX. Este índice es basado en todas las participaciones de la First Section del Tokio Market.
 - La Nihon Keizai Shimbun Inc, calcula y publica el NIKKEI 225 Stock Average. Este promedio se basa en 225 compañías más grandes de la First Section.
- Londres: Tenemos tres índices importantes:
 - Financial Times Industrial Ordinary Index. Se basa en los precios de participación de 30 compañías líderes y es conocido como el FT 30.

- Financial Times-Stock Exchange 100. Tiene su base en la participación de 100 empresas más grandes del reino Unido. Es conocido como FTSE 100.
 - Financial Times y el Intitute for Actuaries. Estos índices se conoce como el FT- A, y este índice está compuesto por más de 700 participaciones.
- Alemania: El indice de acciones alemán es el DAX, y se basa en 30 participaciones más comerciales y listadas en la casa de bolsa de Frankfurt.

D- MERCADO DE VALORES MUNICIPALES Y MERCADOS DE HIPOTECAS

1-MERCADO DE VALORES MUNICIPALES

1.1-Características Generales: El mercado de valores municipales es aquel en donde se negocian con emisiones de deuda de las entidades gubernamentales del Estado y locales como bonos municipales. La característica más distintiva de estos mercados, es que los valores que se negocian en él son atractivos, ya que gozan en algunos países de no pagar impuestos o términos generales están

exentos de impuestos. Esta característica de exención de impuesto significa que muchos gobiernos estatales y locales están en capacidad de emitir bonos a costos más bajos de interés.

En el mercado de valores municipales se negocian emisiones de deuda, utilizando la figura de los bonos municipales. Estos son prácticamente una manera de hacerle frente a los requerimientos de capital por parte de los distritos y entidades locales de gobierno, con el propósito de satisfacer necesidades sociales apremiantes. Fabozzi y otros al referirse a los mercados municipales establecen que:

“... los valores municipales son emitidos para diversos propósitos. Por ejemplo, las notas a corto plazo típicamente son vendidas anticipadamente a la recepción de fondos de impuestos o importes netos de la venta de un bono emitido. El importe neto de la venta de los efectos a corto plazo permite a la emisión municipal cubrir desequilibrios temporales y de estación entre las inversiones por gastos y flujo de impuestos. Las municipalidades emiten bonos a largo plazo como los principales medios para financiar (1) proyectos de capital a largo plazo, tales como la construcción de escuelas, puentes, carreteras y aeropuertos, y (2) déficit presupuestales a largo plazo que surgen de operaciones actuales.”¹⁷

¹⁷ Fabozzi y otros. Op Cit. Página 358.

Los grupos que usualmente compran o negocian con valores municipales son los inversionistas particulares o empresas pequeñas de inversión, bancos comerciales y compañías de seguros.

1.2.-Tipos de Mercados de Valores Municipales

Los mercados de Valores Municipales donde se negocian los valores emitidos por las entidades municipales, gobiernos locales o distritos, son el Mercado Primario y el Mercado secundario.

Los gobiernos locales o municipales negocian diariamente con las emisiones de bonos ofreciéndolos a los inversionistas o colocándolos de manera privada.

➤ **MERCADO PRIMARIO:** El mercado primario, es el lugar inicial en donde cualquier activo financiero tiene su primera negociación. Se negocia en este una letra de cambio, un certificado de deposito, una acción, un bono o cualquier otro activo financiero, el cual es puesto en circulación por primera vez o vendido inicialmente. Para el Mercado de Valores Municipales, puede ser cualquier activo financiero descrito anteriormente, si esta dentro de sus facultades emitirlos, si es puesto en circulación o emitido por primera vez y debe ser negociado en el Mercado Primario. En este los municipios, distritos o gobiernos

locales obtienen recursos para el financiamiento de sus inversiones. Se debe tener en consideración que las operaciones en el mercado primario son las que permiten que ocurra el flujo de recursos que proveedores de fondos ofertan hacia aquellos, como los municipios o gobiernos locales, que los necesitan para invertirlos en actividades productivas, sociales y comunales.

El Municipio o la entidad local debe preparar una declaración oficial, el cual refleje la situación financiera y los términos financieros de la emisión.

➤ **MERCADO SECUNDARIO:** Este tipo de mercado como lo mencionamos anteriormente es en donde los títulos valores ya existentes se transfieren de un propietario a otro. En el Mercado de Valores Municipales; los valores emitidos por éstos al ser transferidos de un propietario a otro estamos utilizando el mercado secundario. La función del mercado secundario es la misma que para cualquier transacción de títulos valores que no son emitidos por municipios, distritos o gobiernos locales, que pertenecen al área gubernamental. Las negociaciones del mercado secundario en cuanto a los Valores Municipales, casi siempre radica en la venta y compra de Bonos Municipales, que es la figura de financiamiento que utilizan los

municipios, distritos y gobiernos locales. Los valores municipales se negocian en este mercado a través de corredores de bolsa y agentes de inversionistas institucionales. Entre las empresas como la Stándar & Poor's Corporation muestran indicadores y promedio de mercado de las ofertas y los precios de los valores municipales.

1.3-Clasificación de los Valores Municipales.

Los Valores Municipales se clasifican: en Bonos Municipales, Valores Híbridos y Notas Municipales.

➤ **Bonos Municipales:** estos se clasifican en Bonos de Obligación General, Bonos de Ingreso o de Renta y Bonos de Desarrollo Industrial.

➤ *Bonos de Obligación General;* emitidos por un municipio o entidad local. Estos bonos están respaldados por el poder de imponer impuestos de los gobiernos locales o municipales comprometidos y la cuál se considera una deuda de todas las personas que residen en ese municipio, distrito, condado, pueblo o ciudad.

➤ *Bonos de Renta o de Ingresos;* estos bonos son pagados de las rentas derivadas de un proyecto público específico. Por ejemplo, las carreteras y puentes los cuales se pagan con los derechos de peaje; los proyectos de vivienda municipales, los cuáles se pagan por

los pagos realizados con las adquisiciones de las viviendas. En este tipo de bonos, los municipios y gobiernos locales empeñan los ingresos generados por el proyecto para los tenedores de los bonos.

- *Bonos de Desarrollo Industrial*; se emiten para construir plantas y atraer nuevas industrias a un área.

- **Valores Híbridos:** Son Bonos que tiene una estructuración muy particulares, que toman características de los bonos anteriormente mencionados. Estos son Bonos Asegurados y los bonos de Reintegración.

- Bonos Asegurados; están respaldados por las compañías de seguros y por el crédito del Municipio o gobierno local emisor. Este tiene como fundamento el contrato que se establece por la compañía de seguro de pagar al poseedor del bono cualquier capital principal o intereses a la fecha de vencimiento establecida que no ha sido pagada por el emisor del bono.

- Bonos de Reintegración; son aquellos que inicialmente fueron emitidos como bonos de obligación general o de ingresos pero que están asegurados por un fondo puesto bajo depósito legal, consistente por completo de obligaciones gubernamentales directas del gobierno central que son suficientes para pagar a los poseedores de los bonos.

➤ **Notas Municipales:** Son deudas emitidas por los municipios y gobiernos locales con vencimiento entre tres meses y tres años , las cuales se negocian o venden en los municipios, tomando como base algún ingreso que se espera recibir de impuesto o ingresos de otras fuentes que tienen los municipios y los gobiernos locales.

1.4-Tasas de Riesgo

Los Valores Municipales fueron considerados durante mucho tiempo no tan riesgosos, pero hoy en día existen poca credibilidad sobre los valores municipales debido primordialmente a los riesgos de crédito que involucran muchos de los municipios y gobiernos locales. Muchos de los problemas que enfrentan las emisiones de Valores municipales, es que no existen legislaciones o hay poca legislación sobre los instrumentos que pueden emitir los distritos o municipios.

Para la calificación de los valores municipales, los inversionistas utilizan sus propios analistas de crédito municipales para así determinar la validez de su emisión; otros utilizan las empresas calificadoras de riesgo y de crédito comercial, como lo son Moody`s y Stándar & Poor`s. El sistema de calificación utilizado es el mismo que para bonos corporativos. Para la evaluación de los instrumentos o valores

municipales, como lo son los bonos municipales, las compañías de calificación comercial, valoran según Fabozzi y otros:

“...la información en cuatro categorías básicas. La primera categoría incluye información de la estructura de deuda del emisor y el monto de deuda total. La segunda relaciona la habilidad del emisor y la disciplina política para mantener una política presupuestaria confiable. El foco de atención se centra aquí usualmente sobre los fondos operativos generales del emisor y en si éste ha mantenido presupuestos equilibrados por lo menos en los últimos tres o cinco años. La tercera categoría comprende la determinación de los impuestos específicos y los ingresos intergubernamentales disponibles al emisor, así como la obtención de información histórica, tanto de las tasas de recolección de impuestos que son importantes en las búsquedas de contribuciones de impuestos de propiedad, como de la dependencia de presupuestos locales en fuentes de ingresos específicos. La cuarta y última categoría de información para el análisis del crédito, es un avalúo completo del entorno socioeconómico del emisor. Las determinaciones que tienen que hacerse aquí incluyen las tendencias de la distribución y composición del empleo local, crecimiento de población, evaluación de la propiedad en bienes raíces e

ingresos personales, entre otros factores económicos.”¹⁸

Es importante enfatizar que en la calificación o análisis de los valores municipales, en este caso de los bonos, lo principal dentro de esto es si el proyecto puede generar el suficiente flujo de efectivo para hacerle frente a la deuda.

2- MERCADO DE HIPOTECAS

El mercado de Hipotecas, es uno de los más utilizados para el financiamiento de proyectos a largo plazo.

Las hipotecas, primero que todo las define Weston y Copeland como:

“... una hipoteca representa una cesión de una propiedad designada para un préstamo. Con un bono de hipoteca, una corporación cede ciertos activos reales como garantía colateral del bono. Un bono de hipoteca, por tanto, está garantizando por una propiedad real. Existe también la hipoteca de bienes, la cuál está garantizada por la propiedad real; pero es un instrumento a plazo intermedio. La propiedad real se define como los bienes raíces : terreno y edificios. La propiedad personal se define como

¹⁸ FABOZZI y otros. Op. Cit. Página 363.

cualquier otro tipo de propiedad, incluyendo equipo, inventarios y enseres. La cesión es una condición del préstamo.”¹⁹

En síntesis una hipoteca es una garantía de propiedad para asegurar el pago de una deuda contraída, por una persona solicitante de fondos.

2.1)Tipos de Hipotecas

Las Hipotecas se clasifican de la siguiente manera:

➤ **Hipoteca Amortizada con Pagos a Tasa Fija:** este tipo de hipoteca tiene como finalidad que la persona o entidad pague el interés y repague el capital principal en igualdad de periodos sobre un plazo acordado, llamado vencimiento o plazo de la hipoteca. Al finalizar el plazo el préstamo ha sido totalmente pagado. Las tasa de interés de este tipo de figura crediticia está por encima de la tasa libre de riesgo. El pago que se exige es frecuentemente de pagos mensuales y el plazo de la hipoteca fluctúa entre 15 y 30 años.

➤ **Hipoteca de Tasa Variable:** los prestamos sufren cambios al variar las tasa de interés del mercado financiero. Las variaciones son producto de la dinámica de los mercados financieros y económicos que se ven influenciados con el comercio internacional o global. El

¹⁹ WESTON Y COPELAND. Finanzas en Administración. México, 1990. Pág.830.

mercado de Hipotecas también se ve influenciado por todos los cambios mencionados anteriormente. Para ello podemos producir un activo cuyo rendimiento iguale las tasas de mercado a corto plazo, y así adecuar los costos de los pasivos. Esto lo conocemos con el nombre de Hipoteca de tasa Variable. Esta hipoteca ajusta la tasa de interés periódicamente de acuerdo con algún índice escogido, reflejando las tasa de mercado a corto plazo. Este tipo de Hipoteca representa un instrumento similar o ajustado a los prestamos bancarios. Este tipo de hipoteca se ajustan semestralmente, anualmente, o en periodos de cada dos o tres años.

➤ **Hipoteca de Pago graduado:** es aquella cuyo pago nominal mensual crece a una tasa constante durante un periodo de tiempo del plazo de la hipoteca, nivelándose después. La tasa de hipoteca se fija para la vida del préstamo. Para este tipo de hipoteca se considera, la tasa hipotecaria, el plazo de la hipoteca, el número de años sobre los cuales los pagos de hipoteca mensuales aumentarán (y cuando empezaran los pagos nivelados) y el aumento del porcentaje anual en los pagos de las hipotecas.

➤ **Hipoteca de Tasa Doble:** es conocida como hipoteca a prueba de inflación. Los pagos comienzan bajos a las tasas de hipotecas actuales de alrededor del 10%, los pagos comenzarían

alrededor del 30% al 40% más bajos de los requeridos por la hipoteca tradicional. Luego aumentan progresivamente a la tasa de inflación, si la hay, alcanzando pagos anuales con un nivel aproximado en función del poder de compra. Finalmente la deuda es amortizada al finalizar el contrato.

2.2) Riesgos emergentes de la inversión de préstamos hipotecarios: Los riesgos que enfrentan los inversionistas de préstamos hipotecarios son:

➤ **Riesgos de Crédito:** es el riesgo que involucra que la persona dueña del bien, en este caso de una vivienda no cumpla con el pago de la deuda. Para las hipotecas aseguradas este riesgo es mínimo.

➤ **Riesgo de Liquidez:** es el riesgo que está determinado por el tamaño de la hipoteca ya que son grandes e indivisibles.

➤ **Riesgo de los Precios:** es el riesgo determinado por la subida y bajada de las tasas de interés. Un alza en las tasas de interés bajará el precio de un préstamo hipotecario.

CAPITULO III
LA BOLSA DE VALORES

A. LAS BOLSAS DE VALORES

1. Orígenes y Antecedentes de la Bolsa de Valores

Desde tiempos antiguos, el intercambio de productos y servicios ha ido en constante evolución. La coincidencia (llámese encuentro) de compradores y vendedores con ciertos intereses particulares, pero con el fin común de obtener el mejor beneficio, ha sido y continua siendo la clave del mercado y de la formación de los precios.

A medida que las regiones (países) y sus economías fueron creciendo, ese “intercambio” entre las masas fue especializándose, trayendo como consecuencia la creación de centros o lugares de intercambio. Con el devenir de los años, los productores que lograban alcanzar cierto nivel de prosperidad enviaban un emisor (o representante) a fin de obtener el mejor precio (oferta) de los interesados (compradores); así mismo, los compradores entablaban contacto con varios emisores para escoger los mejores productos. Quizás surgió aquí, el punto base de lo que hoy conocemos como la Bolsa de Valores; el lugar pues, en donde los comerciantes intercambian bienes.

Claramente lo establece **Max Weber**, para él la Bolsa de Valores no es más que:

**“... un mercado en el cual se cierran
negocios de compraventa de
mercancías al por mayor, divisas,**

**letras de cambio y títulos valores,
entre comerciantes profesionales”²⁰**

Los antecedentes pues de las Bolsas de Valores se registran en épocas muy antiguas. En la Grecia Antigua, las bolsas de comercio existían representadas por los llamados *Emporium*, entre los romanos se le conocían como *Collegium Mercatorum*. Ambos establecimientos estaban destinados al tráfico de productos comerciales, los mismos fueron prosperando a través del tiempo y, durante la Edad Media, se fue acrecentando sus funciones en las ciudades más importante. Poco a poco se fue estableciendo que esas instituciones eran parte real de los sistemas financieros de una economía y que su principal objetivo era el de contribuir al crecimiento económico, a través de la consolidación de procesos de formación de capitales de mediano y largos plazos.

2. Funciones de la Bolsa de Valores

La Bolsa de Valores en sus inicios fue y ha continuado siendo una especie de gran mercado organizado, y especializado de valores, hacia y de donde fluyen grandes actividades, de vendedores y compradores de valores representados por los agentes de Bolsa y cuyos precios se

²⁰WEBER, Max. La Bolsa: Int. Al Sistema Bursátil. Edit. Ariel. España. 1998. Página 77.

determinan por el libre juego de la oferta y la demanda. Las Bolsas de Valores Organizadas que componen los Mercados de Capital deben:

- Ofrecer, cotizar y negociar recursos financieros
- Crear un mercado continuo
- Distribuir algún capital escaso
- Determinar de precios de valores
- Publicar los precios de los valores
- Facilitar el financiamiento de nuevos valores

La principal función de un mercado de Valores es proporcionar la creación de un mercado continuo para esos valores, tomando en consideración que el precio no debe guardar mayor diferencia al mismo en que fue vendido anteriormente. Sobre la distribución del capital, la Bolsa hace público las variaciones (comportamiento) de precios de diferentes valores y exige la publicación de aquellos datos financieros que podrían ser de relevancia.

El precio de un valor individual se determina por el precio en el cual se compra y vende o “a demanda y oferta” de éste (las llamadas pujas y repujas).

Las Funciones Generales de las Bolsas de Valores pueden ser clasificadas en ocho (8) grandes áreas:

(1) *Funciones Económicas:* La eficiencia de las bolsas de valores se ven reflejadas en sus logros, es decir, las mismas deben:

Fomentar la liquidez de la inversión mobiliaria

Canalizar el ahorro hacia la inversión, convirtiendo en capital el ahorro, y de esta forma contribuir al proceso de desarrollo económico

Permitir a los ahorradores el participar en la gestión del desarrollo económico.

Facilitar la circulación y movilidad de la riqueza mobiliaria.

Proteger el ahorro de la erosión monetaria.

(2) *Función de Liquidez:* Las Bolsas de Valores deben ofrecer a los tenedores de valores la posibilidad de convertir los mismos en dinero en el momento en que éstos lo deseen. Es totalmente lógico el que una persona compre acciones u obligaciones, con la certeza de que cuando necesitase dinero pudiese desprenderse de tales acciones u obligaciones. Ahora bien, esto no significa que los valores que no son cotizados en la Bolsa sean ilíquidos; más bien siempre existe la posibilidad de buscar un comprador cuando se necesite vender.

(3) *Funciones de Inversión:* Debe quedar claro que las Bolsas de Valores deben cumplir, como cometido económico

fundamental, el canalizar el ahorro hacia la inversión. A las Bolsas de valores acuden empresas en busca de capital, por un lado, las cuales ofrecen a los ahorradores la posibilidad de llegar a ser socios o sus acreedores y; por el otro lado, acude público en general, ofreciendo sus excedentes de ahorros. Es de esta forma, como las Bolsas de Valores conecta a los “protagonistas” de la actividad económica: empresas con los ahorradores, con un fin claro: producir un traspaso de capital entre ambos. Esta función hacia la inversión cobra mayor importancia con el desarrollo económico; pues al aumentar el número y la dimensión de las empresas como consecuencia crecen las necesidades de capital y, al mismo tiempo, al ser mayor la renta por habitante, cada día será más elevada la cantidad de personas que buscan colocación para sus ahorros.

(4) *Función de Participación:* Las Bolsas de Valores permiten a los ahorradores el participar en la gestión del desarrollo económico, ya que ellos puede interactuar en la gestión de las empresas; es decir, al comprar acciones los ahorradores adquieren la condición de socios de las mismas (claro que esta posibilidad es en realidad más teórica que práctica, en especial cuando se trata de pocas acciones adquiridas de una gran

sociedad). Sin embargo, las Bolsas de Valores sí hacen posible que los trabajadores y el público en general pueda participar en la función empresarial.

(5) *Función de Valorización:* Los países capitalistas han resuelto el problema de la valorización de los **activos reales** a través del Mercado; aunque todavía está lejos de resolverse el problema de la valorización de los **activos financieros**; solamente con una Bolsa de valores eficiente se podría hacer frente a este problema. Por otro lado, las Bolsas de Valores permiten determinar, aunque de modo indirecto, el valor de las empresas a través de el valor de sus acciones (un problema que debe también ser resuelto en los países con economías de mercado). El Valor bursátil de una empresa se define como el producto del valor de una acción en bolsa por el número de acciones de la empresa en circulación; este valor de mercado debe servir de base o punto de partida a la hora de vender o comprar una empresa, ya que los mercados de empresas aún se encuentran poco desarrollados.

(6) *Función de Circulación:* Las Bolsas de Valores facilitan la circulación y movilidad de la riqueza mobiliaria, la cual es de gran importancia en la actualidad. La riqueza en manos del

público, está representada principalmente por acciones o títulos de renta variable, los cuales representan una parte alícuota del capital, y por ende de su activo real; y por obligaciones o fondos públicos que representan, respectivamente, una parte de un crédito a largo plazo concedido a una empresa o a la Administración Pública.

(7) *Función Informativa:* las Bolsas de Valores deben servir como “barómetros” del acontecer nacional en los aspectos sociales y económicos, dada la estrecha relación entre sus estamentos. La marcha de sus acciones en la Bolsa, para los responsables de la gestión de una empresa, será la mejor prueba de su buena o errada gestión y será el indicador del acierto o desacierto de dicha empresa en la elección de sus directivos.

(8) *Función de Protección del Ahorro frente a la Inflación:* La inversión en Bolsa de títulos de renta Variable, actualmente, permite sustraer el ahorro de la erosión monetaria, ya que tales títulos representan parte alícuotas de activos reales y, al existir inflación, el valor monetario de dichos bienes aumenta (a la par que aumenta el precio de las acciones) de forma paralela al índice general de precios. Ahora bien, si en cambio, el ahorrador coloca sus ahorros en una cuenta corriente bancaria

(ya sea en forma de depósitos a la vista o a plazo), al cabo de un par de años, o incluso de meses, el ahorrador encontrará prácticamente el mismo valor nominal de su dinero pero con un valor *real* o poder adquisitivo muy inferior.

Las Bolsas de Valores, pues, son las principales instituciones que conforman los mercados de capitales. Existen las llamadas “Bolsas de Valores Organizadas”, en cuyas sedes se han de negociar los valores; para pertenecer o participar en las transacciones que se hacen en las mismas es necesario cumplir ciertos requisitos. Entre las principales Bolsas de Valores Organizadas tenemos ***The New York Stock Exchange (NYSE)*** y la ***American Stock Exchange (AMEX)***, ambas con sedes físicas y centros de operación en la ciudad de Nueva York. No necesariamente la forma o requisitos de afiliación ni las reglas del mercado serán iguales para todas las Bolsas; sin embargo, podrían ser muy parecidas.

- **Sobre la Afiliación:** a manera de referencia, tomemos el caso de la Bolsa de Nueva York (NYSE): para lograr convertirse en afiliado a esta Bolsa, es necesario poseer un “Asiento” en la misma; el cual en este caso es muy costoso. La

mayoría de los “Asientos” en la Bolsa de Valores de Nueva York son propiedad de Empresas de corretaje (las cuales, por lo general) poseen más de un asiento). En el caso de la AMEX , la afiliación se obtiene de manera muy similar; sin embargo, el valor de un “Asiento” es generalmente menor y los otros requerimientos no son tan estrictos como en la NYSE. (la palabra “Asiento” es utilizada en forma figurativa ya que en realidad, las transacciones de valores se negocian de pie.)

- **Sobre las Políticas de Registro:** Las Bolsas de Valores Organizadas poseen políticas de registro. Cuando alguna empresa desee registrarse deberá presentar una Solicitud de Registro. En el caso de la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), los requerimientos se encuentran entre los más rigurosos. (Los requerimientos de registro de otras Bolsas Organizadas son, por lo general, más indulgentes). Una vez que se han aceptado para registro de acciones de una empresa, la misma

deberá cumplir ciertos requerimientos de la Comisión de Valores de la Bolsa.

Las actividades comerciales relacionadas a la Bolsa de Valores se llevan a cabo en las llamadas “Ruedas”. Las mismas, constituyen un área en donde los puestos comerciales están ubicados y en donde, alrededor del perímetro existe, a la disponibilidad de cada uno de los puestos, teléfonos y telégrafos que son utilizados para la transmisión de órdenes de compra y venta que provienen de las oficinas de los corredores de Bolsa y viceversa.

B- LA BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ

1. *La Comisión Nacional de Valores*

El gobierno Nacional, por medio del Decreto de Gabinete N° 247, del 16 de julio de 1970, creó la Comisión Nacional de Valores y estableció los mecanismos de organización y las medidas necesarias para regular las actividades sobre emisión y venta de valores en el Mercado. La misma funcionaba dentro del Ministerio de Comercio e Industrias, posee Personería Jurídica, es Autónoma; es decir, posee patrimonio propio, pero se encuentra sujeta a la vigilancia e inspección

del Organo Ejecutivo y la Contraloría General de la República. La llamada “Ley de Valores”, a través de los años ha tenido ciertas modificaciones; más que todo de forma y estilo pero no de fondo ni contenido (fue modificada por el Decreto Ley N° 1 del 8 de julio de 1999). La misma es actualmente la base que rige el Mercado de Valores de Panamá.

La ley de Valores, al crear la Comisión Nacional de Valores , estableció entre sus atribuciones el reglamentar y promover la venta pública de títulos valores ; además de el tener la potestad de tomar las medidas necesarias para proteger (conforme a la Ley) a los accionistas minoritarios; es decir, ella (CNV):

- Autoriza, niega o suspende la venta al público de acciones o valores.
- Verifica la veracidad de la información que deben suministrar las sociedades que hayan solicitado autorización de venta, al público, de valores o fondos mutuos.
- Coordina con las Asociaciones Empresariales, sobre la forma que consideren más efectiva y ágil para la emisión de valores en la localidad; lo mismo que sobre la

promoción de transacciones bursátiles para el efectivo crecimiento y desarrollo de la economía.

- Expide o revoca las Licencias a los Agentes Vendedores de Valores y Fondos Mutuos.
- Examina, al menos una vez al año, los Estados Financieros Auditados, de aquellas compañías que vendan valores o fondos mutuos al público.
- Vela por el fiel cumplimiento de todas las disposiciones legales vigentes acerca de los valores y fondos mutuos.

La Comisión Nacional de Valores, de acuerdo al Decreto 247, estaba integrada por cinco (5) estamentos de la Sociedad, divididos de la siguiente manera:

- a. El Ministro de Comercio e Industrias (o una persona designada por éste)
- b. El gerente del Banco Nacional de Panamá (o un delegado por el mismo)
- c. Un miembro proveniente de la Banca (el mismo deberá reunir ciertos requisitos)
- d. Un miembro proveniente de la Industria (el cual debe llenar ciertos requisitos)

- e. Un miembro proveniente del Comercio (que deberá también cumplir algunos requisitos)

La Ley 1 de 1999, modificó profundamente lo establecido en el Decreto 247, entre algunas de estas modificaciones podemos mencionar el Artículo 2 que establece que la Comisión Nacional de Valores tendrá ciertas prerrogativas y facilidades, mencionadas anteriormente.

En esta nueva Legislación también se hace referencia a los miembros de la Comisión Nacional de Valores, específicamente en su artículo 3.

De acuerdo a la Ley N°1 de 1999, existirán nuevos requisitos para ser parte de los Comisionados, específicamente en el Artículo 5 de la mencionada Ley, se establece que:

"Para ser Comisionado se deberán reunir los siguientes requisitos:

- (1) Ser ciudadano panameño.
- (2) Observar buena conducta y no haber sido condenado por la comisión de delito alguno ni haber sido sancionado por la Comisión por violaciones del presente Decreto-Ley o de sus reglamentos.
- (3) Tener título universitario.
- (4) Tener por lo menos cinco años de experiencia en actividades relacionadas con el mercado de valores o con el sector financiero.

- (5) No ser director ni dignatario de una empresa registrada en la Comisión.
- (6) No haber sido declarado en quiebra ni en concurso de acreedores, ni encontrarse en estado de insolvencia manifiesta.”²¹

Finalmente, podemos mencionar que el artículo 285 deroga la antigua legislación sobre el tema de Valores en la República de Panamá (Decreto 247), en éste artículo se establece que:

Este Decreto-Ley deroga los Títulos I, II, III, IV y las Disposiciones Generales del Decreto de Gabinete 247 de 1970, el Capítulo I del Título VI del Libro I del Código de Comercio, los artículos 22, 23, 25, 26 y 30 del Decreto-Ley 5 de 1997, el Decreto de Gabinete 27 de 1996, la Ley 4 de 1935, los artículos 1, 9, 12, 13 y 14 de la Ley 10 de 1993 y el ordinal 3 y los últimos dos párrafos del artículo 1662 del Código Civil; adiciona un numeral al artículo 1639 del Código Judicial; modifica el Decreto 45 de

²¹ GACETA OFICAL. LEY DE VALORES. ARTICULO 5, 1999.

1977, los artículos 2, 4, 5, 8 y 11 de la Ley 10 de 1993 y el artículo 58 de la Ley 56 de 1995; y deroga toda disposición que le sea contraria.²²

2. *Orígenes de la Bolsa de Valores de Panamá*

Las actividades propias de una Bolsa de Valores se llevaban a cabo de una manera semi-formal desde los inicios de la vida republicana. Sin embargo, por esa informalidad, la misma no contaba con los mecanismos de organización necesarios para los fines que perseguía. Además, no ofrecía la información ni la transparencia suficiente para proteger al público que, de una forma u otra, eran partícipes de ella.

Tomando como referencia la intención del gobierno nacional de promover el intercambio de valores, (establecido claramente a través del Decreto Ley 247 por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores), vemos cómo en los albores de la década de los años 70, un grupo de corredores con grandes iniciativas, hizo esfuerzos de establecer legalmente la Bolsa de Valores. Ahora bien, aún cuando

²² GACETA OFICIAL. LEY DE VALORES. ARTICULO 285. 1999

dichos esfuerzos respondían a una creciente e innegable necesidad, el panorama económico empezó a variar; de hecho, el Centro Bancario Nacional y la Banca Internacional experimentaron un auge de gran crecimiento y efectivo desarrollo trayendo como resultado que el Gobierno Nacional, al igual que la empresa privada pudiesen encontrar, sin grandes contratiempos, el financiamiento necesario para llevar a feliz término sus proyectos de inversión.

Posterior a estos años de auge económico, nuestro país (al igual que otros gobiernos de Latinoamérica) enfrentó, como consecuencia de una creciente deuda externa y de una pobre política de desarrollo interno, la reducción de ofertas de financiamiento de parte de los Sistemas Financieros Internacionales.

A mediados de la década de los ochenta, la crisis política y económica por la cual atravesaba el país dió paso a que el Mercado de Valores Informal adquiriese gran relevancia como medio de intermediación financiera. La comunidad nacional le dio gran aceptación, a pesar de su informalidad, y se planteó con más ímpetu la creación de una Bolsa de Valores cuyo objetivo principal fuese la de servir como intermediaria, por un lado, entre el Estado y la Empresa Privada con los Inversionistas; y para la compra-venta de valores por el otro. La misma tendría como norte el intercambio de valores públicos y/o privados, de la

misma forma, debería mantener y proporcionar la información financiera y comercial sobre las empresas inscritas en ella, a disposición del público interesado en ella.

Consciente del rol de ente regulador, el Gobierno Nacional aprueba, el Decreto de Gabinete N° 44 del 31 de mayo de 1988, por medio del cual se autoriza la creación y operación de Bolsas de Valores reglamentando a su vez su instalación y financiamiento.

Casi inmediatamente a la aprobación de este Decreto Ejecutivo, la Comisión Nacional de Valores recibe la primera solicitud para autorizar la creación de la *Bolsa Internacional de Valores de Panamá*; la misma, fue aprobada por medio de la resolución N° 310 del 6 de julio de 1988. Sin embargo, no prosperó la llamada *Bolsa Internacional de Valores de Panamá*, ya que no cumplió con lo estipulado en el Decreto de gabinete N° 44 (31 de mayo de 1988), específicamente en su Artículo N° 14, el cual estipula:

“Artículo 14: La Sociedad autorizada por la Comisión Nacional de Valores, de acuerdo con el Artículo anterior, deberá obtener a su nombre una Licencia Comercial Tipo A, e iniciar sus operaciones dentro del plazo de tres (3) meses, contados a partir de la fecha de notificación de la resolución de autorización. La autorización

caducará si vencido dicho término no se han iniciado las operaciones respectivas”²³

Posteriormente, la Comisión Nacional de Valores recibe solicitud de parte de la ***Global Stock Exchange*** para ser autorizada como Bolsa de Valores en la república de Panamá, fue esto el 23 de marzo de 1990. Dicha solicitud fue aprobada según Decreto N° 347.

La misma estaba constituida por varios puestos de Venta, la mayoría de capital Canadiense y Europeo. Ofrecía sus servicios las 24 horas del día y pretendía ser una Bolsa totalmente electrónica de manera de tener acceso a los mercados de valores más grandes del mundo.

Sin embargo, sus operaciones sólo duraron tres meses durante el cual realizó transacciones por el orden de \$7.5 millones. La Comisión Nacional de Valores en base a ciertas anomalías que presentó esta Bolsa le aplicó el Decreto de Gabinete N° 44 del 31 de Mayo de 1988, y fue cancelada.

23. Valores, Fondos Mutuos, Fideicomiso y Financieras. Panamá. Seguros y Valores, 1992. Pág.90

3- Estructura y Administración de la Bolsa de Valores de Panamá

La Bolsa de Valores de Panamá (BVP) es una Sociedad Anónima, creada bajo las leyes de la República de Panamá. Su estructura de accionistas está compuesta por los principales Bancos de la localidad, incluyendo por supuesto al *Banco Nacional de Panamá*, así como también a varias empresas comerciales, de seguros e industriales, profesionales y agentes de valores.

Se autorizó, para efectos de Capitalización, que el Capital autorizado para la Bolsa de Valores de Panamá es de un millón de dólares (\$1.000.000) dividido éste en doce mil (12.000) acciones con un valor nominal de cien (\$100.00) dólares cada una. Ningún accionista puede retener más del 2.5% del capital.

Se establecieron estos niveles respecto a la Capitalización, de modo que un número variado y amplio de accionistas puedan participar en la Bolsa, además con el objetivo de proveer la oportunidad de establecer un aparato administrativo acorde con los objetivos de su creación. Es decir, para poder contar con un número amplio de personas en la dirección y manejo de la Bolsa; pero que al mismo tiempo, fuesen representativos de los distintos sectores de la comunidad económica de la nación, se formalizó una Junta Directiva.

La Junta Directiva de la Bolsa de Valores de Panamá (BVP), está compuesta por nueve (9) miembros principales con sus respectivos nueve (9) suplentes. De la misma forma, la BVP cuenta con cinco (5) Comités, a saber:

- (a) Comité Administrativo
- (b) Comité Técnico
- (c) Comité de Informática
- (d) Comité de Productos
- (e) Comité de Inversión

La Bolsa de Valores de Panamá, como ya hemos dejado establecido, es una empresa privada panameña la cual fue creada para llenar un vacío en el sistema financiero de la nación. Su fin primordial es el de agilizar y promover la negociación de valores en la República de Panamá.

En el proceso de negociación de valores intervienen cuatro agentes básicos:

- (1) El Gobierno Nacional y las Empresas emisoras de Valores.
- (2) Los Inversionistas
- (3) Los Agentes corredores de Valores
- (4) Las Bolsas de Valores

Podemos definir las de la siguiente manera:

1. *Las empresas (o estamentos) emisores*: son entidades que captan recursos financieros y extienden, a manera de comprobantes, títulos valores.
2. *Los Inverisonistas*: son personas naturales o jurídicas con excedentes de capitales, las cuales invierten en valores.
3. *Los Agentes Corredores de Valores*: tienen la función primordial de poner en contacto a compradores y vendedores de valores.
4. *Las Bolsas de Valores*: son las instituciones que velan por el fiel cumplimiento de la negociación de valores y provee el espacio físico y la infraestructura necesaria para la intermediación bursátil.

4. Objetivos de la Bolsa de Valores de Panamá

Son objetivos de la Bolsa de Valores de Panamá:

- a. Establecer los reglamentos a los que deben ajustarse las operaciones bursátiles.
- b. Cancelar la inscripción de títulos valores emitidos por entidades que dejen de ofrecer condiciones suficientes de seguridad
- c. Llevar el registro de empresas y títulos valores admitidos a cotización

- d. Proporcionar un lugar apropiado para que los puestos y agentes corredores puedan realizar, de forma regular, cómoda y permanente, las transacciones de compra y venta de títulos valores, registrados ante la Comisión Nacional de Valores y de la misma Bolsa.
- e. Ofrecer las condiciones materiales y técnicas además de la Organización necesaria, para que la realización y liquidación las transacciones efectuadas en el recinto de negociación (llamadas “corro”, “rueda de Bolsa” “Pregón”), se den rápidas, seguras y eficientemente.
- f. Establecer el sistema de negociación que proporcione y asegure, la continuidad de las cotizaciones y la plena liquidez del mercado de títulos valores.
- g. Reglamentar y mantener el funcionamiento del mercado de valores.
- h. Supervisar las operaciones que realizan los puestos y agentes corredores de bolsa, para que se lleven a cabo dentro de las normas legales.
- i. Ofrecer al público, conforme a los reglamentos respectivos, datos auténticos sobre las entidades cuyos títulos valores estén inscritos y/o negociados en bolsa.

- j. Dar amplia y rápida divulgación de las operaciones efectuadas en el salón de Rueda, asegurando a sus clientes e inversionistas la completa garantía de los títulos valores negociados

5. *Funciones de la Bolsa de Valores de Panamá*

Las funciones de la Bolsa de Valores de Panamá se establecen en base a sus objetivos, y entre ellas podemos mencionar cinco (5) principales:

1. Establecer un Mercado continuo para la compra y venta de valores; es decir, aquel en el cual un inversionista pueda comprar o vender valores sin ningún tipo de interrupción, a precios de mercado establecidos por el equilibrio entre la oferta y la demanda.
2. Facilitar la realización de operaciones de compra y venta de valores.
3. Canalizar el ahorro nacional hacia la inversión.
4. Lograr la óptima asignación de los escasos recursos productivos hacia donde puedan ser mejor usados.
5. Informar al público sobre las cotizaciones y operaciones de valores celebradas en la Bolsa.

Para que la Bolsa de Valores de Panamá lograra funcionar apropiadamente, se hizo necesario que la misma fuese externa e internamente eficiente.

➤ **Sobre la Eficiencia Externa**

Es aquella que sucede cuando la nueva información se da a conocer, de manera rápida, amplia y económicamente disponible a los inversionistas. Esta información debe incluir todo los datos conocidos y que sean relevantes para formarse un juicio sobre los valores y el precio que ellos reflejan. Como resultado de ésta, el precio de los valores debe reflejar toda la información disponible sobre los mismos.

➤ **Sobre la Eficiencia Interna**

Es aquella que permite que las transacciones con títulos valores realizadas en la Bolsa, puedan ser llevadas a cabo con rapidez y a costos razonables. Por consiguiente, permite que todos los valores puedan ser mercadeados de forma inmediata o que exista un mercado continuo para la compra y venta de los valores.

En una Bolsa de Valores que cuente con una verdadera Eficiencia, el resultado inmediato será el que los capitales financieros serán más movibles y contribuirán a dirigir los recursos a las áreas de la economía

donde su uso sea el más apropiado. Lo cual significa que los recursos financieros serán dirigidos hacia las áreas de la economía que estén en posición de ofrecer y pagar más, ya sea por urgencia y/o por tener usos más lucrativos para los mismos.

Existen determinados factores que se hacen necesarios para el efectivo funcionamiento de la Bolsa de valores, entre ellos tenemos:

- (1) Sistema basado en un régimen de propiedad privada, con un esquema de libre mercado.
- (2) Leyes, decretos y regulaciones que eviten el fraude y la manipulación.
- (3) Amplitud y dispersión de la información sobre la emisión de títulos.
- (4) Estandarización y ordenación de las normas contables.
- (5) Amplitud y variedad de emisiones de títulos.
- (6) Formación de indicadores
- (7) Que los títulos negociados sean homogéneos y lo más estandarizados posibles
- (8) Un eficiente y ágil proceso de compensación y liquidación.

C- IMPLICACIONES Y CARACTERÍSTICAS DE LAS OPERACIONES DE LA BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ

Las operaciones y funcionamiento de la Bolsa de Valores de Panamá (y de cualquier otra Bolsa en el territorio nacional), está regida por el Decreto N°44 del 31 de mayo de 1988, y el Pacto Social, Reglamento Interno y demás regulaciones adoptadas por su Junta Directiva deben estar aprobadas por la Comisión Nacional de Valores.

Para poder obtener la autorización de operar una bolsa de valores en la República de Panamá, la sociedad deberá presentar a la comisión Nacional de Valores entre otras cosas, información sobre su estructura Social, Administrativa y Financiera; así como también el reglamento Interno de la Bolsa de Valores.

1. Puestos de Bolsa: Los comerciantes participantes de las transacciones en la Bolsa de Valores de Panamá son conocidos como Agentes de Bolsa (o Corredores de Bolsa), sus funciones son iguales a las de cualquier intermediario del mercado; es decir, el “Agente de Bolsa” actuará entre compradores y vendedores para así obtener el mejor precio para ambos.

Los “Corredores de Bolsa” necesitan tener un **Puesto**. Hay dos tipos de **Puestos**, el llamado **Puesto Comprador**, que es el agente que

actúa a favor de un cliente comprador y el ***Puesto Vendedor*** que, como su nombre lo indica, actúa a favor de un cliente vendedor.

En sus inicios, la Bolsa de Valores de Panamá contaba con nueve (9) puestos, en la actualidad cuenta con casi dieciocho, de los cuales los primeros se subastaron hace diez años a B/. 10.000 y uno de los últimos se subastó a B/. 234.000 precio, constituyendo un precio record a nivel de la Bolsa de Valores de Panamá S.A.

Los puestos que en la actualidad forman parte de la Bolsa de Valores de Panamá son los siguientes:

1. AGB Cambios, S.A., representados por Manuel Cabarcos y/o José Ma. Fernández Pirla.
2. Wall Street Compañía Bursátil, S.A., representada por Ricardo Roux, Renato de Diego y/o Emanuel Bosquez
3. Negocios en Valores S.A., representados por Pedro Detresno, Carla Qvistgaard y/o Tomas Abrahams
4. Tower Securities Inc., representados por Ricardo Sosa, Aquiles Martínez, edda de Martínez y/o David Cuevas
5. Disa Securities, Inc., representados por Carlos Ledezma, Roger Castillero y/o Jilma Abadía
6. BANISTMO Brokers, representados por Alvaro Tomas, Michelle Moreno, Aura Beitía y/o María E. Fábrega

7. BANTAL Brokers, S.A., representados por Dulcidio De la Guardia, Carolina Guardia y/o Juan Antonio Harris
8. CITIVALORES, S.A., representados por Gabriel Fábrega
9. BG Investment Co., Inc., representados Roberto Alfaro, Samuel Espinosa, Eugenia de Jiménez y/o Jean Pierre Leignadier
10. Valores Comerciales de Panamá, S.A.
11. Lafise Valores (Panamá) S.A., representados por Jorge Rosanía
12. Inverlat Capital Brokers, Inc., representados por Marielena García Maritano, María E. Suarez y/o Paul Leignadier.
13. PBA Securities Corp., representados por Giselle de Tejeira, marco García, Carmen Herrera y/o Maribel Chanis
14. PANAVALORES, S.A. representados por Rafael Dutary y/o Erasmo Espino
15. BINCAP Brokers, INC., representados por Vielka Ramírez, Flor de Fonseca, Ignobert Mock y/o Katiuska Jaén.
16. BAC Valores (Panamá) Inc., representado por Antonio Fistonich.
17. Banco Nacional de Panamá, representado por Rodrigo Perea, María Isabel Fraser, Militza Hernández y/o Lizbeth Zambrano.
18. CREDICORP Brokers & Co.. S.A., representados por Fernando Mantovani.

2. Tipos de Valores en la Bolsa de Valores de Panamá

En la Bolsa de Valores de Panamá se realizan múltiples transacciones en los que los inversionistas toman parte. Los tipos de Valores negociados en la bolsa se pueden dividir en dos grandes grupos:

Valores Públicos o del Gobierno: es decir, aquellos emitidos por el Gobierno Nacional, entidades autónomas, semiautónomas y los municipios.

Valores del Sector Privado: aquellos emitidos por las empresas inscritas en la Bolsa.

2.1- . Valores Públicos: Los valores emitidos por el Gobierno nacional pueden, a su vez , dividirse en *Instrumentos Financieros e Instrumentos de Pago*.

2.1.1-Instrumentos Financieros

Entre los *Instrumentos Financieros* podemos mencionar:

- **Bonos del estado:** la emisión de este tipo de Bonos es regulada por la Ley que dicta el presupuesto General del estado; sin embargo, la Asamblea Legislativa puede autorizar, mediante ley de la República, y sancionada por el Organo

Ejecutivo, una emisión especial de Bonos de la república de Panamá.

➤ **Multibonos o Bonos de Crecimiento:** son los emitidos en base a la resolución Junta Directiva N° 2-86 de la Caja de Ahorros y, de conformidad, con el artículo 25 de la Ley 87 de 23 de noviembre de 1960.

➤ **Cheques Fiscales:** reglamentados por el Ministerio de Economía y Finanzas, son títulos que se emiten en gran medida para cubrir deudas. Su propósito principal es el de canjear deudas expiradas a favor y en contra del sector gubernamental. Aún cuando es un instrumento relativamente nuevo, presenta oportunidades para inversión a quienes deseen intermediar en un mercado secundario que promete evolucionar de manera interesante.

Entre algunas de sus características podemos mencionar:

- ✦ Son pagaderos a la orden
- ✦ No devengan intereses
- ✦ Su emisión puede llegar hasta los 120 millones de balboas

- **Letras del Tesoro:** creadas mediante el Decreto N° 46 del 14 de febrero de 1968. Es un documento negociable al portador que devenga interés anual fijado por el Gobierno Nacional, al momento de su colocación. Hace algún tiempo, eran emitidos por el estado para colocarlos entre los Bancos, su cupo entonces era de hasta 20% del total de los depósitos del Sistema Bancario. Forman parte de la deuda pública interna del Banco Nacional de Panamá, además se emiten en denominaciones de \$100.000.00 o sus múltiplos y son utilizados para cubrir con su producto, el pago de cuentas contra el tesoro Nacional.

Entre sus características más sobresalientes podemos mencionar:

- Puede ser transferible sólo entre bonos.
 - Sólo se utiliza en el Sistema Bancario
 - Su período de vigencia es de 3 a 6 meses
 - Devengan interés anual de 3%
 - Están exentos de impuestos sobre la renta
- **Pagarés del Tesoro:** Son documentos emitidos mediante Resoluciones de Gabinete y como obligaciones

del Estado, no para su venta pública sino como pago a plazo de deudas por bienes o servicios recibidos por el estado de distintos acreedores. En la resolución que ampara su emisión, se determina si son negociables; de no ser así pueden ser descontados en el Mercado de Valores Local.

Entre algunas de sus características podemos mencionar:

Su período de vigencia oscila entre uno y cinco años.

Pueden ser negociables o no.

En la mayoría de los casos, no se fija interés.

2.1.2 - Instrumentos de Pago

Entre los ***Instrumentos de Pago*** podemos mencionar:

- **Certificado de Abono Tributario (C.A.T.):** fueron creados mediante la Ley N° 180 del 30 de diciembre de 1974. La misma establecía que eran aquellos documentos nominativos originales de carácter intransferibles, emitidos por el antiguo Ministerio de Hacienda y Tesoro, su objetivo era el de ser utilizados como instrumentos para fomentar las exportaciones no tradicionales de los bienes no productivos

del país, representando un 20% del valor agregado de los bienes exportados.

A través del tiempo, ha habido ciertas modificaciones en referencia a los C.A.Ts., entre ellas:

- El Decreto Ejecutivo N° 46 del 5 de mayo de 1975, amplía el disfrute del CAT a las empresas o personas que realizan la exportación, en el caso de que el producto exportado no haya sido producido por la persona solicitante del CAT, siempre y cuando el producto llene los requisitos de valor agregado con contenido nacional y exportación no tradicional y antes de ser adquiridos por el comprador.
- Existieron otras modificaciones a la Ley 108, tales como la Ley 7 del 22 de diciembre de 1976. En la misma se autoriza que los Certificados de Abono tributario serán documentos nominativos, transferibles por endoso, estarán exentos de impuestos y servirán para el pago de todos los impuestos nacionales directos o de importación al contribuyente.

Es decir, las características actuales de los Certificados de Abono Tributario son:

- Son normativos y transferibles total o parcialmente
- Su valor es en Moneda Nacional
- Están exentos de Impuestos
- No devengan intereses
- Su vigencia comienza a partir de los nueve (9) meses después de su emisión.
- Sirven para el pago de impuestos de importación, sobre la renta, complementario, inmueble, patentes, etc.

➤ **Certificado de Poder Cancelatorio (CPCS):** creados a partir de la Ley 75 de 1976. Consisten en certificados expedidos por el Ministerio de Economía y Finanzas (antiguo Hacienda y Tesoro), en su Dirección General de Ingresos; a aquellos contribuyentes que debido a que desarrollan actividades de exportación, reexportación y transferencia a las Agencias del Gobierno de los Estados Unidos y a la Zona Libre, continuamente mantienen saldos a su favor en las Declaraciones Juradas del ITBM. Entre sus características podemos mencionar:

- Son Nominativos
- Son transferibles mediante endoso
- No devengan intereses
- No caducan
- Son controlados por el Ministerio de Economía y Finanzas
- Son utilizados para el pago de Impuestos de Transferencia de Bienes Muebles (ITBM)
- Funcionan igual que los CATS.

➤ **Títulos Prestacionales:** son emitidos para cancelar las obligaciones del Estado, a los servidores públicos en concepto de sobresueldos, aumentos por cambio de categorías, permanencias, reclasificaciones y demás incrementos salariales; además se utilizan para el pago de exservidores públicos en concepto de vacaciones acumuladas.

Entre algunas de sus características podemos mencionar:

- Son negociables por endoso y por entrega
- La tasa de interés es de 4.0% sobre saldo.

- Su vigencia es de 10 años a partir de la fecha de emisión.
- Estos últimos no causan impuestos sobre la renta.

2.2- Valores de la Empresa Privada

Los Valores de la Empresa Privada, emitidos por sociedades anónimas u otro tipo de empresas pueden ser a su vez: ***Instrumentos Comerciales, Instrumentos Financieros, Instrumentos de Crédito. Instrumentos de Capital.***

2.2.1.- Instrumentos Comerciales.

Entre los ***Instrumentos Comerciales*** podemos mencionar:

- **Letras de Cambio:** De acuerdo a el Artículo 126 de la Ley 52 del 13 de marzo de 1917:

“Es una orden incondicional y escrita, dirigida por una persona a otra y firmada por la que ha expedido y encargado a aquella a quien va dirigida, que pague a requerimiento o tiempo futuro determinado o susceptible de serlo, cierta suma de dinero a la orden o al portador”²⁴

²⁴ LEY 52 DEL 13 DE MARZO DE 1917. ARTICULO 126

Una Letra se diferencia de la mayor parte de los otros instrumentos de crédito, solamente cuando la segunda persona (El Deudor) expresa su deseo de pagar la cantidad mencionada en la Letra mediante la palabra “Acepto”, escrita sobre el instrumento y firmado con su firma habitual. Se diferencian también, de la mayor parte de otros instrumentos de crédito en que el Acreedor (Vendedor) inicia la acción expidiendo el instrumento, y la aceptación por parte del Deudor se hace necesaria para hacer efectivo el instruemnto. Cuando el girador del instrumento ordena al deudor pagarle a una tercera persona para liquidar una deuda pre-existente del vendedor, entonces es conocida como “Letra de Cambio”.

La Letra de Cambio es un Instrumento de Crédito Formal y para efectos de validez, deberá cumplir los siguientes requisitos:

- Lugar y fecha de Emisión
- Designación en el texto de “Letra de Cambio”
- Cantidad o importe de la Letra
- Período de tiempo que se concede para su pago (o a la vista, a tantos días vista o a fecha fija)

- Lugar donde debe efectuarse el pago
- Utilización de la frase “A la orden de”
- Firma del Acreedor
- Aceptación del acreedor, que aparecerá cruzando sobre el frente del documento la palabra “ACEPTO” con la fecha y su firma habitual.

Una Letra de Cambio puede girarse:

- A la orden del Acreedor mismo
- Sobre otra persona, ordenándole que efectúe el pago a una tercera persona
- Sobre otra persona en el domicilio del librador
- Contra el librador mismo, pero a la orden y por cuenta de una tercera persona.

➤ **Pagarés:** de acuerdo a la ley 52 del 13 de Marzo de 1917, establecido en su artículo 184:

“Pagaré es una promesa incondicional y por escrito, hecha por una persona a otra y firmada por el otorgante, comprometiéndose a pagar al requerimiento o en fecha futura determinada o susceptible de serlo, cierta suma de dinero a la orden o al portador. Si el pagaré fuese librado a la orden del

otorgante no se tendrá por completo hasta que haya sido endosado por el mismo”²⁵

Los Pagarés pueden ser, a su vez:

- (1) Nominativos: son aquellos que deben pagarse a una persona determinada y solo a esa persona (aunque puede ser transferible por endoso)
- (2) Al Portador: cuando el documento es pagadero a la persona que lo presente, el solo cobro físico hace que cambie el beneficiario.
- (3) A la Orden: en el cual, el Librador, se obliga a pagar a una tercera persona que designe aquél a favor de quien se extiende el documento o a los que por sucesivos endoso adquieran la propiedad del mismo. Este último deberá contener todas las especificaciones del título.

Según su forma, podrán ser:

- a) Comerciales: Productos de Operaciones comerciales.
- b) Financieros: De Bancos, Financieras, etc.
- c) Del Tesoro: Producto de Operaciones de Crédito con el estado.

²⁵ LEY 52 DEL 13 DE MARZO DE 1917, ARTICULO 184.

- **Aceptaciones Bancarias:** es una Letra de Cambio aceptada de común acuerdo por el banco y el librado (o figurando el mismo Banco como Librado). Si fuese así, el Banco aceptante queda obligado al pago del efecto aunque puede limitarse su alcance en cuestión de tiempo o cantidad. Es decir, es una deuda a corto plazo emitido por una persona (Natural o Jurídica) y avalada por el banco. Las mismas pueden ser colocadas en el mercado de Valores con relativa facilidad ya que el Banco aceptante, avala el pago del documento a la fecha de su vencimiento.
- **Certificaciones de Depósitos de Mercancía:** Los grandes almacenes generales de depósitos, facultados para esto pueden emitir dichos títulos; ya sea a la orden o nominativo a solicitud del depositante originario de la mercancía. Consiste en una especie de resguardo contra una mercancía, en él se expresa claramente qué tipo de mercancía es, su cantidad y valor aproximado declarado. Por otro lado, las entidades depositarias serán responsables de la identidad, conservación de las mercancías depositadas; para tales efectos nuestro

Código de Comercio exige que los almacenes de depósito mantengan Pólizas de Seguro y mecanismos de seguridad y administración que así lo garanticen.

2.2.2.- Instrumentos Financieros.

Entre los ***Instrumentos Financieros*** podemos mencionar:

- **Certificados de Depósito (CD):** son títulos valores emitidos por los Bancos a diferentes plazos de tiempo, que devengan intereses hasta la fecha de su vencimiento. La periodicidad y el tiempo de interés es pactado entre el depositante original y el Banco. Son, pues, títulos nominativos que pueden ser transferibles previa notificación al Banco emisor del Título y confección de un nuevo Título. Los intereses devengados están exentos de impuesto, son embargables y pignorables.
- **Certificados de Depósito de Inversión (CEDIS):** Tuvieron su origen en la Banca Privada e inicialmente se concibieron como un Depósito de Inversión. Las intenciones originales, eran la de crear un nuevo instrumento de depósito a mediano plazo en el

mercado local bancario, para captar parte del exceso de depósito que existía en la plaza; la de darle fluidez al depositante (ya que los certificados se podrían transferir por simple endoso o por tenencia si eran al portador); y la de obtener una mejor tasa de rendimiento, por ser un instrumento colocado a mediano plazo; y por ser utilizado en el mercado interno como garantía para créditos financieros.

Fueron creados mediante el acuerdo N° 25-88 del 1° de Julio de 1988 (Comisión Bancaria Nacional) y sufrió ciertas modificaciones importantes en los Acuerdos N°27-88, permitiendo la utilización de fondos restringidos para su adquisición y en los Acuerdos N°12-89 y N°13-89 del 1° de agosto de 1989, donde se dan protección a los depositantes de fondos restringidos.

Los mismos pueden utilizarse para:

- (1) Inversión a mediano Plazo
- (2) Pagar obligaciones Bancarias (previo consentimiento de éstos)
- (3) Pagar obligaciones o créditos comerciales.

(4) Intercambio por otros valores negociables

(5) Como Garantía para nuevos créditos.

➤ **Fondos de Inversión:** Son entidades financieras que colocan en el Mercado de Capitales “*Certificados de Inversión*”, los cuales son representativos de acciones, bonos o títulos de valores de renta fija. Los recursos de estos fondos están formados por los aportes de capital de los inversionistas a la Sociedad Administradora; constituida en una Sociedad Anónima, la cual está encargada del manejo del fondo.

2.2.3.- Instrumentos de Crédito

Entre los **Instrumentos de Crédito** podemos mencionar:

Bonos: se definen como una promesa incondicional, obligatoria y por escrito de pago de cierta suma de dinero en una fecha futura, y a una tasa de interés determinada. Según Mariano Sárdans, su constante es que poseen “*un flujo predecible de pago de intereses y repago de principal*”, aquellos que invierten en ellos lo hacen “*para*

preservar o incrementar sus capitales, o para recibir un ingreso constante en forma periódica”²⁶.

Al ser emitidos por la empresa privada, (y en muchos casos por el Estado), su objetivo es el de financiar proyectos de expansión, o consolidación de la posición financiera del emisor.

2.2.4.- Instrumentos de Capital.

Entre los **Instrumentos de Capital** podemos mencionar:

- **Acciones:** título valor que representa una de las fracciones iguales en que se divide la propiedad de una Sociedad Anónima. Sirven para acreditar y transmitir la calidad y los derechos de propiedad de la Sociedad. Las acciones son el primer título valor en ser emitidos por una sociedad y el último en ser retirado. En el caso de quiebra, o disolución de la sociedad, los accionistas recobrarían lo que le queda después de haber cancelado a todos los acreedores.

No obstante, las acciones tienen un mayor potencial

²⁶SARDANS, Mariano. Qué son los Bonos y por qué Invertir en Ellos. Diario la Prensa. Martes Financiero. 19/10/2000, página 18.

ilimitado para el pago de dividendos procedentes de mayores ingresos y ganancias de capital por aumento en el precio. Las acciones pueden ser emitidas a lo orden (nominativos) o al portador.

Acciones Comunes: representan partes iguales del capital social de una Sociedad Anónima. Tienen derecho a participar en la distribución de las ganancias (dividendos) de la sociedad. Típicamente, todas las acciones comunes tiene derecho a votar en la Asamblea General de Accionistas y a elegir a los directores de la sociedad tienen derecho preferente de subscripción en la emisión de nuevas acciones.

Acciones Preferidas: como su nombre lo implica, son acciones que poseen ciertos privilegios especiales sobre las acciones comunes en la forma de dividendos y en la eventualidad de la liquidación de la sociedad. Casi siempre, las acciones preferidas le otorgan al accionista un rendimiento periódico fijo, el mismo puede ser o no acumulativo; es decir, el accionista tiene derecho a

recibir dicho dividendo si la empresa lo gana o no. Si no lo puede pagar, el dividendo se acumula para ser pagado posteriormente antes de pagarle cualquier dividendo a los accionistas comunes.

Las Disposiciones Legales que los autorizan son: La Ley 32 de 1927, sobre Sociedades Anónimas; Decreto de Gabinete N°247 del 16 de julio de 1970, relacionado a la compra y venta de acciones; la Ley 57 del 13 de marzo de 1917 sobre documentos negociables.

3- Operaciones de la Bolsa de Valores de Panamá

Las transacciones de valores en la Bolsa, se efectuarán según el tipo y clase de valor del que se trate y de los siguientes valores:

- (a) Valores Públicos Garantizados por la Nación
- (b) Valores Públicos no garantizados por la Nación cuya emisión haya sido inscrita en la Bolsa.
- (c) Valores privados emitidos por empresas registradas voluntariamente en la Comisión Nacional de Valores e inscritos en la Bolsa.
- (d) Valores privados cuya oferta pública haya autorizado la Comisión Nacional de Valores y estén inscritos en la Bolsa.

Las operaciones de la Bolsa, pues, pueden ser:

3.1- En función a su tipo: Las operaciones en la Bolsa pueden ser de mercado primario o de mercado secundario. El primero se da cuando la propia entidad emisora o su suscriptor, ofrece en venta por primera vez, una emisión de valores. En el segundo caso, el propietario de un título ya emitido lo ofrece en venta en la Bolsa.

3.2- En función a su Liquidación: las operaciones en este caso podrán hacerse:

- A hoy, cuando deberán liquidarse el mismo día en que se efectúan.
- De contado, cuando deberán liquidarse a más tardar tres días hábiles siguientes al de la fecha de la operación.
- A plazo, cuando la entrega del dinero o de los títulos o de ambas cosas, podrá convenirse para el futuro dentro de los términos máximos que establezca la Junta Directiva, y sin perjuicio de que las partes opten por hacer la liquidación antes de vencerse el término pactado.
- Las operaciones serán opcionales de compra, cuando el comprador se reserve el derecho a abandonar la operación contra la pérdida de la prima correspondiente y opcionales de

venta cuando el vendedor se reserve el derecho de abandonar la opción, previo pago de la prima correspondiente.

4- Miembros de la Bolsa de Valores de Panamá

Las transacciones en la Bolsa de Valores están sujetas a la intermediación de personas calificadas, las cuales (previa autorización de la Bolsa), son las que tienen acceso a las sesiones de las mismas. Los llamados “Agentes de Bolsa”, actúan como ya hemos establecido, en representación de sociedades a las cuales la Bolsa les ha concedido derecho, previo cumplimiento claro de ciertos requisitos, de participar en la compra y venta de valores en la Bolsa.

Los miembros de la Bolsa debe gozar de capacidad profesional y financiera, ya que ellos no sólo son responsables ante sus clientes por el buen manejo que hagan de los dineros y valores confiados; sino que responden personalmente por el cumplimiento de las operaciones que se celebren en la Bolsa.

Los requisitos para ser miembro de la Bolsa de Valores son:

1. Dedicarse única y exclusivamente a la negociación de valores en la Bolsa.

2. Tener como representante legal o apoderado general a un agente de valores debidamente autorizado por la Comisión Nacional de Valores.
3. Contar con un capital pagado no menor de cien mil balboas (B/.100.000.00) y ser propietario de doscientas cincuenta (250) acciones en la Bolsa de Valores de Panamá S.A.
4. Contar con la idoneidad profesional; necesaria para este tipo de actividad.
5. Ser beneficiario de las pólizas de fidelidad y cumplimiento que le exija la Bolsa.

Los miembros de la Bolsa de Valores de Panamá, están sujetos, en todo momento a audits e investigación que la Bolsa desee llevar a cabo, y sus derechos no podrán ser enajenados a terceras personas sin previa autorización de la Bolsa.

D. VENTAJAS Y BENEFICIOS DE LA BOLSA DE VALORES EN PANAMA.

La Bolsa de Valores de Panamá (BVP) ofrece una cantidad considerable de beneficios y ventajas a aquellos que participen, de una forma u otra en ella. Podemos clasificar estas ventajas de acuerdo al sector beneficiado:

1. Para la economía Nacional

- ⌚ El Gobierno Nacional captaría con una nueva alternativa para la obtención de recursos de manera de financiar sus proyectos y desarrollar políticas financieras más eficientes.
- ⌚ Fomenta un verdadero mercado de valores que canaliza el ahorro nacional hacia la inversión pública y privada (a corto y mediano plazo) para el desarrollo de actividades productivas.
- ⌚ A través de ella, se establece una real libre competencia y movilización de ahorros y capital. Además, la oferta y demanda de valores aumenta en un mercado más estable, ágil y con mayor liquidez, con precios, cotizaciones que respondan a las leyes de oferta y demanda.
- ⌚ Fomenta el desarrollo económico a través de una mayor captación del ahorro familiar para gastos en inversiones productivas nacionales con efectos positivos en el empleo a nivel nacional.
- ⌚ Se utiliza el Dólar norteamericano, que junto al Balboa Panameño mantiene una paridad de uno a uno.
- ⌚ Existe libertad en la circulación de divisas.

- ⌚ En nuestro país, existe un Sistema Bancario para liquidar operaciones de manera ágil y eficiente.
- ⌚ Un régimen de sociedades anónimas ventajoso sin cambios desde 1927.
- ⌚ Un sistema legal y tributario favorable para transacciones financieras, basado en el principio de extraterritorialidad.

2. Para la Empresa:

- ⌚ Posee a su disposición otra alternativa para conseguir los recursos para sus operaciones utilizando instrumentos negociables tales como: bonos, acciones, pagarés, etc.
- ⌚ Existe mayor conocimiento por parte del empresario de las ventajas que pueda ofrecer la emisión de Títulos Valores vs la obtención de préstamos bancarios.
- ⌚ Modificación en la estructura financiera de las empresas existentes, abaratando de cierta forma, sus costos de capital y negociando su nivel de endeudamiento a través de la utilización de fondos a largo plazo vs el endeudamiento a corto y mediano plazo que generalmente se obtienen a través de los Bancos.

3. Para el sector Externo o Inversionista:

- ⌚ Ofrece virtudes como Mercado para la adquisición de títulos valores nacionales, basados claro esta en su rendimiento.
- ⌚ Ofrece la posibilidad de diversificación en un Mercado de Valores; es decir, de poder invertir en distintas empresas y en distintos instrumentos de inversión, proveyendo la facilidad de equilibrar factores importantes como el retorno de divisas.
- ⌚ El inversionista tiene la flexibilidad de manejar su dinero como lo crea conveniente.
- ⌚ El inversionista se puede informar detalladamente sobre las empresas en las que desea invertir (ya que son de acceso público)
- ⌚ La inversión en acciones o en bonos ofrece la posibilidad de recibir un rendimiento mayor sobre el dinero invertido en comparación con otras formas de inversión (plazos fijos, cuentas de ahorro, etc)
- ⌚ Al comprar acciones, el Inversinista se convierte de cierta forma en una parte dueña de la empresa, pudiendo recibir dividendos producto de las utilidades de la misma.

- Los intereses devengados sobre Bonos y VCNs, emitidos a través de la BVP y autorizados en la Comisión Nacional de Valores, no se consideran renta gravable. Ni las ganancias ni deducibles las pérdidas por la venta de cualquier otro título valor.

E. OPCIÓN DE CUSTODIA DESPUÉS DE UNA TRANSACCIÓN EN LA BOLSA.

No existe ninguna duda de que la inversión en la Bolsa de Valores de Panamá, ofrece grandes ventajas y beneficios, tanto al emisor como al inversionista. Sin embargo no se puede obviar que existen algunas situaciones que escapan, en cierta forma, de la Bolsa de Valores propiamente hablando.

Después de realizar una transacción en la Bolsa de Valores de Panamá, el inversionista y/o el emisor enfrentan algunos contratiempos y demoras en el registro de sus certificados y/o en la entrega de sus títulos por sólo mencionar un ejemplo. Es por esta razón que, a partir del mes de Abril de 1997, se empiezan a brindar los servicios de custodia de Valores. Dichos servicios, representados por la empresa ***Latinclear (Central Latinoamericana de Valores, S.A.)***, ofrecen un moderno sistema automatizado que le permite a emisores y/o a

inversionistas minimizar los riesgos y deficiencias que (desafortunadamente) ocurren en el Mercado de Valores.

Los inversionistas corren el riesgo de lo que comúnmente se llama “*riesgo de entrega de título*”, la Central de custodia de valores les ofrece Estados de Cuenta (de sus Puestos de Bolsa), la cual reflejará un inventario de títulos que contendrá toda la información de importancia para dicho inversionista. Por otro lado, para el Emisor la Central de Custodia de Valores ofrece un depósito centralizado de valores por medio del cual se realizan operaciones de custodia, administración, liquidación, compensación y transferencias de títulos valores, todos de una forma electrónica. (Ver Anexo 6)

CAPITULO IV
LOS BONOS Y TIPOS DE BONOS

A. DEFINICION

Podríamos citar una cantidad innumerable de definiciones sobre lo que constituye un Bono, algunas tendrán grandes similitudes porque básicamente un bono es un título de deuda por medio del cual el comprador del mismo está prestando dinero a un gobierno (ya sea estatal o municipal), o bien a una corporación, la cual es finalmente conocida como Emisor. Consecuentemente, en esta inversión existen dos personajes muy importantes:

“Como contrapartida por este préstamos, el emisor (deudor) promete pagar al comprador o poseedor del bono un interés en forma periódica a una tasa preestablecida, durante la vida del bono, así como también repagar en el momento del vencimiento el valor nominal del mismo, o principal”²⁷

Establecemos pues que un Bono es una especie de promesa sin condiciones, pero obligatoria y por escrito del pago de cierta cantidad de dinero en una fecha posterior, y a una tasa de interés determinada. Fabozzi y otros, en el trabajo anteriormente citado nos dice que:

²⁷ Sardáns, Mariano. Qué son los Bonos y por qué invertir en ellos Diario La Prensa, “Martes Financiero” 19 de Octubre de 2000, pág. 18

“ Un bono es un instrumento en el cual el emisor (deudor/prestatario) promete pagar al prestamista/inversionista la cantidad prestada más intereses durante un período especificado. El *plazo de vencimiento* de un bono es la cantidad de años durante los cuales el emisor promete cumplir las condiciones de la obligación. El *vencimiento* de un bono se refiere al día en que la deuda dejará de existir y cuándo el emisor amortizará el bono pagando la cantidad prestada”²⁸

B- TIPOS DE BONOS

Quedando sentada la definición general de un Bono, debemos establecer los tipos de Bonos. Para llevar a cabo esta clasificación, hemos dividido los mismos de la siguiente forma:

1. Según su categoría:

1.1. Garantías o Colaterales: en general, los bonos pueden o no tener garantía real, la ausencia o inclusión de ésta, aumenta o disminuye el riesgo del Bono. De acuerdo al tipo de garantía, existen los siguientes tipos de bonos:

- Bonos respaldados por el crédito general de la empresa: son conocidos como obligaciones, no poseen

²⁸Fabozzi y otros. Ob. Cit, pág.225

ninguna garantía real, aparte de la capacidad de la empresa en generar suficientes ingresos para pagar los intereses y el principal. Son los Bancos Emisores de Bonos quienes utilizan más frecuentemente este tipo de garantía.

- Bonos Hipotecarios: se encuentran entre los que son respaldados por bienes inmuebles, hipotecas sobre esos bienes o por planta y equipos (es decir por respaldos tangibles).
- Bonos avalados o garantizados: son aquellos respaldados por una Institución Financiera, pueden estar garantizados por Fideicomisos o por títulos valores del Gobierno u otras empresas. Los mismos, pueden también estar garantizados por cuentas por cobrar, contratos, inventarios, etc.

1.2- Naturaleza: existen algunos bonos que por su naturaleza, poseen alguna forma de beneficio adicional a los comunes. Entre ellos tenemos:

- Los Bonos Convertibles: son aquellos que, como su nombre lo indica, pueden ser convertibles a

acciones comunes de la empresa, por un período de tiempo y a un precio determinado.

- Los Bonos Participativos: adicionalmente a la tasa establecida en el bono, la empresa emisora del mismo ofrece al tenedor una participación en las ganancias de la empresa hasta un porcentaje máximo.

1.3. Precio de Compra: los bonos pueden ser comprados por los tenedores arriba del 100% del valor nominal, al 100% del valor facial o por debajo del 100% del principal.

Entre ellos podemos mencionar:

- Bonos Premium: son aquellos que son comprados por arriba del valor nominal, cuando se emiten es generalmente, porque existe una gran demanda de tenedores.
- Bonos a la Par: son comprados al 100% de su valor nominal.
- Bonos a Descuento: son aquellos comprados por debajo de su valor nominal, casi siempre se dan en el Mercado Secundario.

1.4 Según la forma de Venta: entre los cuales podemos mencionar:

- Bonos de Cupón Cero: son aquellos que no pagan intereses durante la vigencia de los mismos, sino que son vendidos a grandes descuentos del valor nominal; y al vencimiento de los mismos, el inversionista recibe el valor nominal.
- Bonos de Opción de Venta: le dan el derecho al tenedor de los mismos de vender dicho bono al emisor, antes de la fecha de vencimiento, a un precio predeterminado. Esto beneficia a los inversionistas debido a que evita la caída del precio del bono en el mercado secundario por debajo del precio de la opción.

2. Según su Emisión:

Los Bonos pueden también ser clasificados según su emisor, ya sea su emisor el Gobierno o la Empresa Privada.

2.1. Emitidos por el Gobierno:

Entre ellos podemos mencionar a los **Bonos del Estado**. Son títulos valores emitidos al portador, transferibles mediante la

entrega del título y garantizados por la Nación. Este tipo de Bonos forma parte de la Deuda Pública Interna. El Banco Nacional de Panamá es la entidad encargada de pagar los intereses y el capital. Este tipo de Bono es usualmente emitido para el financiamiento de diversos proyectos públicos.

Entre algunas de sus características podemos mencionar:

- La tasa de interés depende del estado.
- El interés es trimestral o semestral
- Su vigencia es de 5 a 40 años
- Los intereses están exentos de impuesto sobre la renta.
- Los bonos del Estado son emitidos para el financiamiento de diversos proyectos públicos, entre otros:

- Bonos Agrarios
- Bonos de Ingresos Públicos
- Bonos de Electrificación
- Bonos de Renovación Urbana
- Bonos Hipotecarios
- Bonos de los Juegos Olímpicos
- Bonos de Construcción Nacional
- Bonos de la Caja de Seguro Social
- Bonos de Deuda Pública

También existen los ya mencionados **Bonos de Crecimiento**, son también emitidos en base a las leyes del Estado y entre algunas de sus características podemos señalar:

- ✦ Son nominativos o al Portador
- ✦ Aquellos emitidos al portador son transferibles por simple entrega; los nominativos, mediante endoso realizado y registrado en las oficinas del emisor complementado, claro está, con la entrega del Bono.
- ✦ Pagarán al final el valor inicial más los intereses.
- ✦ Son embargables.
- ✦ Están exentos de todo impuesto.
- ✦ Son emitidos a plazo medio—ocho años.
- ✦ La Caja de Ahorros ha constituido primera hipoteca sobre su propiedad para garantizar la emisión de los mismos.
- ✦ Tendrán la garantía del patrimonio y capital de la Caja de Ahorros.

2.2 Emitidos por la Empresa Privada: entre sus características generales podemos señalar:

- ✦ Son emitidos a la orden (nominativas) o al portador

- Son emitidas en serie, ofreciéndole cada serie al tenedor de los Bonos los mismos derechos y protección de la empresa emisora.
- Vencen en una o varias fechas futuras determinadas.

Devengan una tasa de interés determinada pagadera en intervalos regulares de tiempo, los cuales pueden ser mensuales, trimestrales, semestrales, anuales o al vencimiento.

C. CONSTITUCIÓN DE UNA EMISION DE BONOS

El convenio por escrito entre la empresa emisora y los tenedores de Bonos es llamado “Contrato de Emisión”. Por lo general, este documento legal contiene relevante información como:

- Las Características Básicas de los Bonos
- La cantidad total y el importe de los bonos emitidos
- Una descripción de los bienes utilizados como garantía
- Los procedimientos de amortización o redención
- Las cláusulas de redención anticipada
- El detalle de las cláusulas restrictivas de protección.

En nuestro país, el “Contrato de Emisión” viene a ser el prospecto informativo aprobado por la Comisión Nacional de Valores, y el mismo “certificado”. En su portada debe aparecer la siguiente información:

- Nombre del Emisor
- Monto de la Emisión
- Valor del Bono
- Tasa de Interés
- Nombre del Tenedor
- Fecha de Pago de los intereses
- Vencimiento del Bono
- Firmas autorizadas por parte del emisor

En su contraportada, deberá aparecer lo siguiente:

- Forma de calcular los intereses
- Agente de registro, pago y transferencia
- Redención anticipada

D. Bonos Municipales

En la república de Panamá no existe en la actualidad una Ley específica que legisle la emisión de Bonos. Ha sido, a través del Ministerio de Comercio e Industrias y la Comisión Nacional de Valores que se han regulado algunas normas.

Sin embargo, en otros Sistemas Financieros de Latinoamérica, Europa y los Estados Unidos, la emisión de bonos Municipales es clara. Mencionaremos la estructura básica de valores de Bonos Municipales,

ya que estamos seguros de la necesidad de una Legislación similar en nuestro país.

Existen básicamente tres (3) clases diferentes de Estructura de Valores concernientes a los Bonos Municipales, los llamados ***Bonos de Obligación General, Bonos de Ingresos, Bonos Especiales***

1. Bonos de Obligación General: Son emitidos por los estados, condados, distritos especiales, ciudades, pueblos, distritos escolares y municipios como instrumentos de deuda.

Usualmente, los Bonos de Obligación General son asegurados por el poder gravable ilimitado del emisor. Aunque en algunas ocasiones, son respaldados por impuestos limitados como fuentes de ingresos y cantidades máximas de milésimas de impuestos sobre propiedades. Éstos últimos son conocidos como *Bonos de Obligación General de Impuesto Limitado*.

En Municipalidades o Distritos relativamente pequeños, el único poder de impuestos disponibles está en la propiedad. Para los emisores de bonos de obligación mayores, como los Estados y grandes ciudades, las fuentes de ingresos de impuestos son más diversas incluyendo, posiblemente, impuestos de ingresos individuales o corporativos, impuestos de venta e impuestos de propiedad.

2. Bonos de Ingresos: este tipo de Bonos son emitidos para el financiamiento de proyectos o empresas donde los emisores del bono empeñan a los poseedores de bonos los ingresos generados por la operación de los proyectos financiados. Antes de ser emprendida la tentativa para determinar si el proyecto será autosostenible, se desarrolla un estudio de factibilidad.

3. Valores Híbridos y Bonos Especiales: los Bonos Municipales que presentan las características básicas de los Bonos de Obligación General y de los Bonos de Ingresos poseen estructuras más específicas de emisión. Entre ellos tenemos:

- **Bonos Asegurados:** están respaldados por políticas de seguro suscritas por las compañías aseguradoras comerciales, así como también por el crédito del emisor municipal. Este “aseguramiento” es considerado un compromiso contractual con una compañía aseguradora para pagar al poseedor del bono cualquier capital principal del mismo y/o intereses de cupón que sea debido a la fecha de vencimiento establecido pero que no haya sido pagado por el emisor del bono.

- Los Bonos de Reintegración: llamados también “bonos de prereintegración, son bonos que pudiendo ser emitidos originalmente como bonos de obligación general o de ingresos, están asegurados por un “fondo puesto bajo depósito legal”, consistente por completo de obligaciones directas del gobierno.

E. LEYES Y DECRETOS QUE RIGEN LA EMISIÓN DE BONOS Y BONOS MUNICIPALES EN LA REPÚBLICA DE PANAMÁ

Como hemos mencionado con anterioridad, no existe una ley específica que establezca las pautas a seguir en la emisión de Bonos (del Estado o Municipales). Sin embargo, existen gran cantidad de Decretos, y resoluciones que han tratado de llenar el vacío de una Ley Emisora de Bonos.

La Ley 6ª del 5 de enero de 1909 fue una de las primeras leyes que hizo referencia a la Emisión de Bonos del Estado para financiar obras. De la misma forma, el Estado panameño, basado en leyes particulares, tales como la Ley 79 del 9 de octubre de 1974, aprobó una Emisión de Bonos Agrarios vinculado con el Proyecto de Desarrollo Integral del Bayano. Posteriormente, la Ley 13 del 25 de febrero de

1975 permitió la emisión de Bonos de Inversión Pública relacionados con proyectos incluidos en el Presupuesto de Inversiones Públicas de 1975; también la Ley 21 del 29 de abril del mismo año autorizó una emisión de Bonos para financiar la compra de materiales para caminos de penetración.

Sin embargo, en la actualidad no existe en nuestro país ninguna ley que regule de forma general o en sus aspectos más importantes los “requisitos mínimos indispensables” sobre los cuales debe basarse el Gobierno Nacional y sus entidades autónomas (llámese en nuestro caso Municipios) en lo que se refiere a la emisión de Bonos del Estado Panameño.

Si bien no existe una Ley específica para la emisión de Bonos Municipales y/o del Estado, el Decreto Ejecutivo N° 105 del 25 de noviembre de 1983 en su artículo 6° señala que el llamado “Gabinete Económico”, conocerá cuestiones específicas de la economía del Gobierno Central, las Entidades Autónomas y Empresas Estatales; en otras palabras, esta “Cuestiones” tienen por objeto el de conocer la emisión de Bonos ya sea, del Gobierno Central, las Entidades Autónomas y Empresas Estatales.

Cabe señalar que se le conoce como “Gabinete Económico” al organismo asesor del estado Panameño en lo que se refiere a aspectos netamente económicos (entre ellos lo referente a Bonos del Estado).

El literal “A”, de dicho artículo señala que el Gabinete Económico conocerá de cuestiones económicas tales como la Emisión de Bonos y Pagarés. Este organismo emitirá pues, su opinión (a favor o en contra) respecto a una probable emisión de Bonos que será sometida a consideración del Gobierno Nacional.

Aunque este mismo artículo en su parte final introduce la palabra “**podrá**”, con lo que no se señala una orden taxativa sino un simple acto discrecional. Así pues, el Organo Ejecutivo igualmente podrá o no tomar en cuenta la opinión del Gabinete Económico ya que no existe la certeza de que dicha opinión merezca ser enunciada.

El numeral 3 del artículo 195 de la Constitución de 1972 reformada por los Actos Reformatorios de 1978 y por el Acto Constitucional de 1983, en su título VI, capítulo 3° referente al Consejo de Gabinete, se refiere a la emisión de Bonos del Estado y establece que la misma también puede ser acordada por el Consejo de Gabinete. Del mismo modo, la ley N°5 del 22 de marzo de 1979, en su artículo primero establece que la emisión de Bonos del estado debe ser acordada por el Consejo de Gabinete.

Es a partir de la Constitución de 1972 que una gran cantidad de Emisiones de Bonos se han promulgado mediante resoluciones de Gabinete, entre ellas podemos mencionar la Resolución N° 58 del 3 de junio de 1985 por la cual se autoriza la contratación de un empréstito externo mediante la emisión de Bonos.

Aún cuando se ha promulgado éstas y otras Legislaciones en materia de emisión de Bonos (Estatales y/o Municipales), los resultados de la Encuesta N°1 (aplicada a funcionarios de la Bolsa de Valores, Ministerio de Economía y Finanzas, la Contraloría General de la República, etc.) refleja resultados interesantes en los cuadros y gráficas que se detallan a continuación.

RESULTADOS DE LA ENCUESTA N°1

AREA DE APLICACIÓN: Funcionarios de Intituciones Financieras (Brokers, Bolsa de Valores, Ministerio de Economía y Finanzas, Contraloría General de la República)

1. En su opinión, la inversión en Bonos Estatales posee:

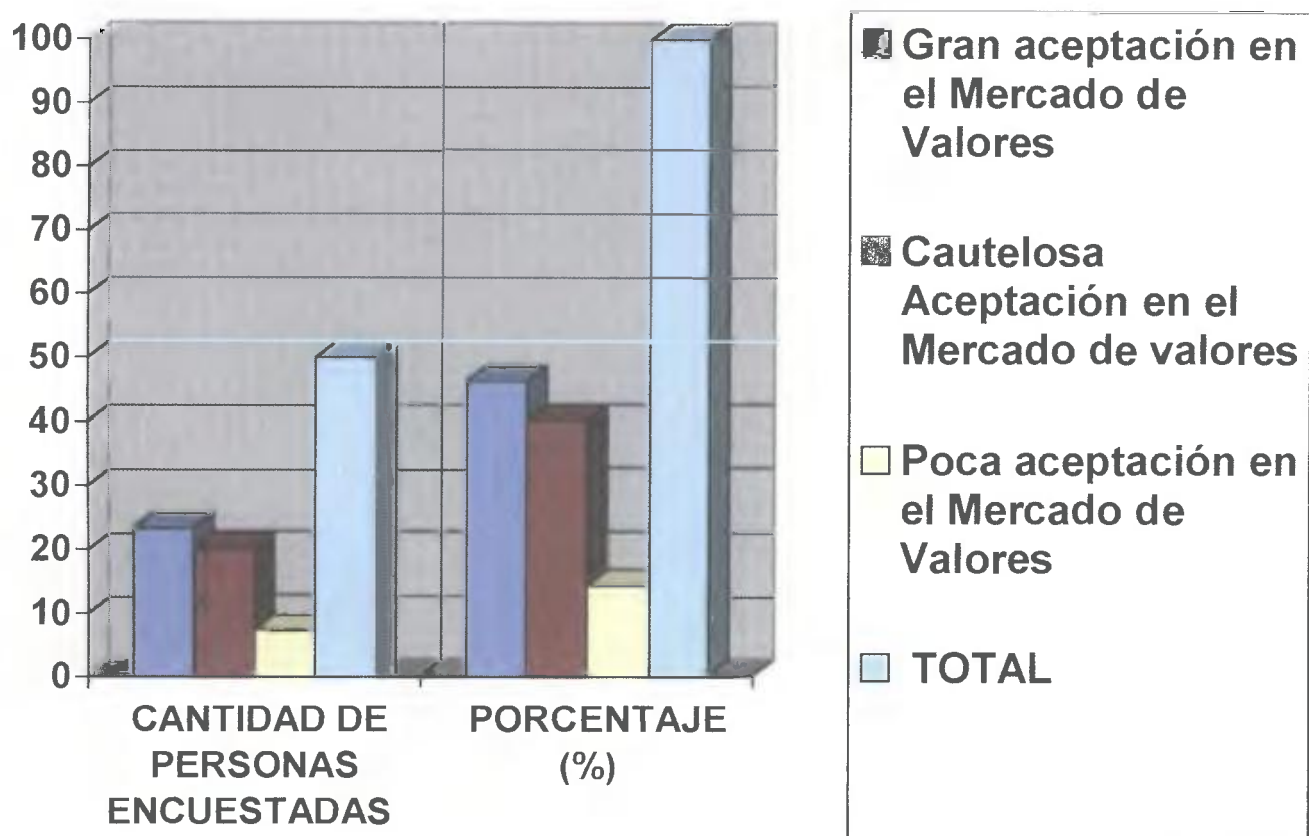
- a. Gran aceptación en el Mercado de Valores
- b. Cautelosa aceptación en el Mercado de Valores
- b. Poca aceptación en el Mercado de Valores

CUADRO N° 1

OPINION SOBRE LA INVERSION EN BONOS ESTATALES

	CANTIDAD DE PERSONAS ENCUESTADAS	PORCENTAJE (%)
Gran aceptación en el Mercado de Valores	23	46
Cautelosa Aceptación en el Mercado de valores	20	40
Poca aceptación en el Mercado de Valores	7	14
TOTAL	50	100

GRAFICA N°1
OPINION SOBRE LA INVERSION EN BONOS ESTATALES



Fuente: EL AUTOR

2. Conoce usted el mecanismo a seguir para la Emisión de Bonos Estatales

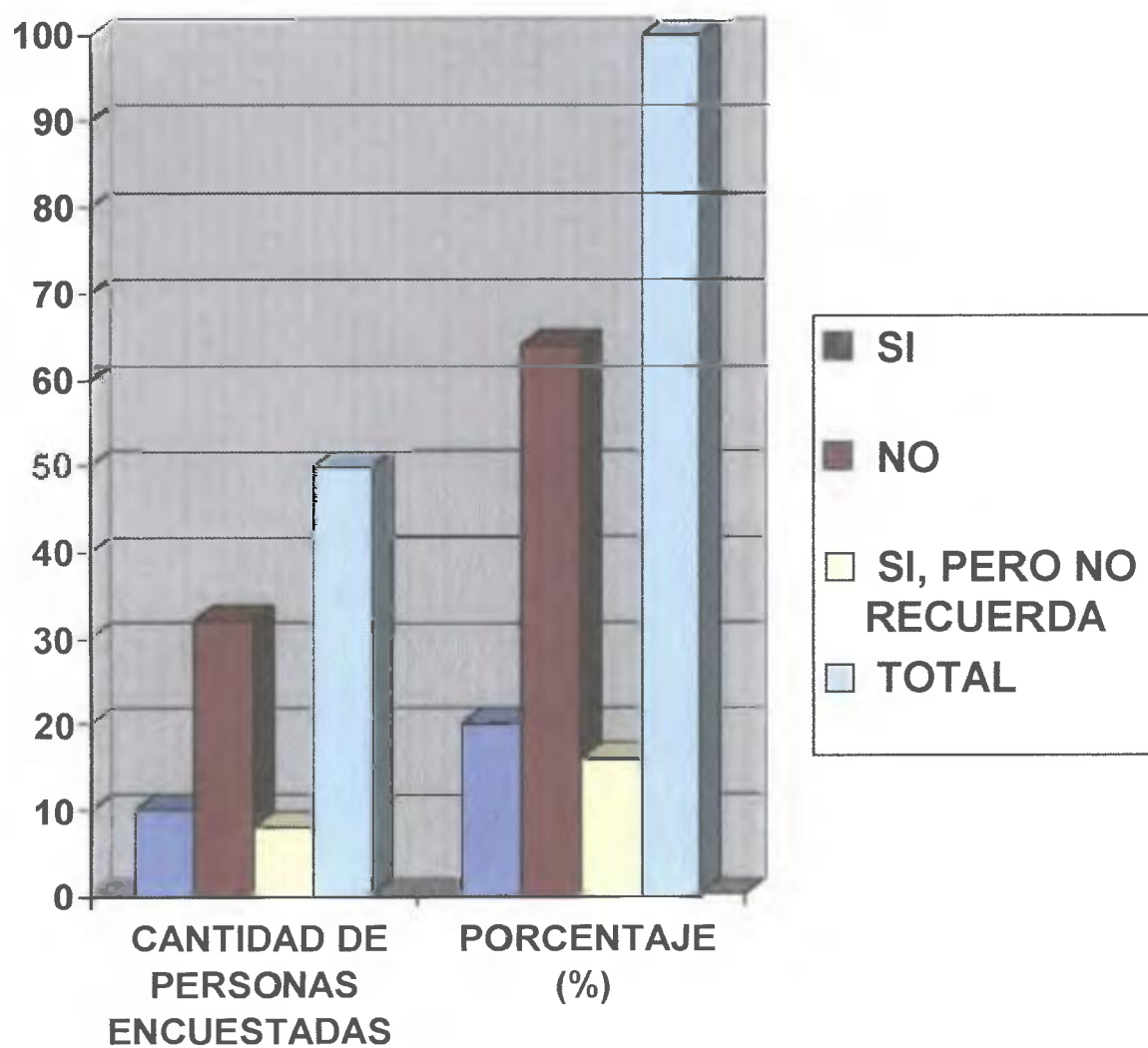
A. si B. no C. si, pero no recuerda

CUADRO N°2

**CONOCIMIENTO DE MECANISMOS A SEGUIR PARA
LA EMISION DE BONOS ESTATALES**

	CANTIDAD DE PERSONAS ENCUESTADAS	PORCENTAJE (%)
SI	10	20
NO	32	64
SI, PERO NO RECUERDA	8	16
TOTAL	50	100

GRAFICA N° 2

**CONOCIMIENTO DE MECANISMOS A SEGUIR PARA
LA EMISION DE BONOS ESTATALES**

Fuente: EL AUTOR

3. Conoce usted de alguna Emisión de Bonos Municipales

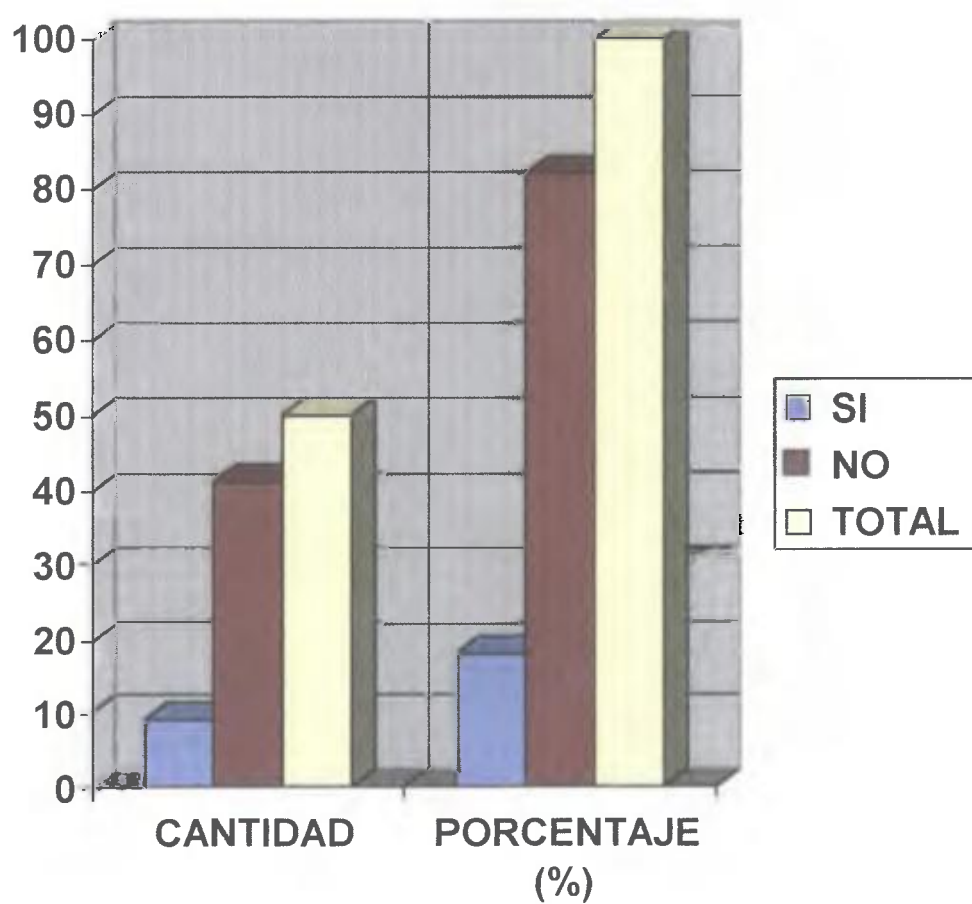
A. SÍ B. NO

CUADRO N°3**CONOCIMIENTO DE EMISION DE BONOS MUNICIPALES**

	CANTIDAD	PORCENTAJE (%)
SI	9	18
NO	41	82
TOTAL	50	100

GRAFICA N° 3

CONOCIMIENTO DE EMISION DE BONOS MUNICIPALES



Fuente: EL AUTOR

Si contestó afirmativamente a la pregunta anterior, por favor responda:

3.1 Mencione al menos dos de dichas emisiones:

✧ _____

✧ _____

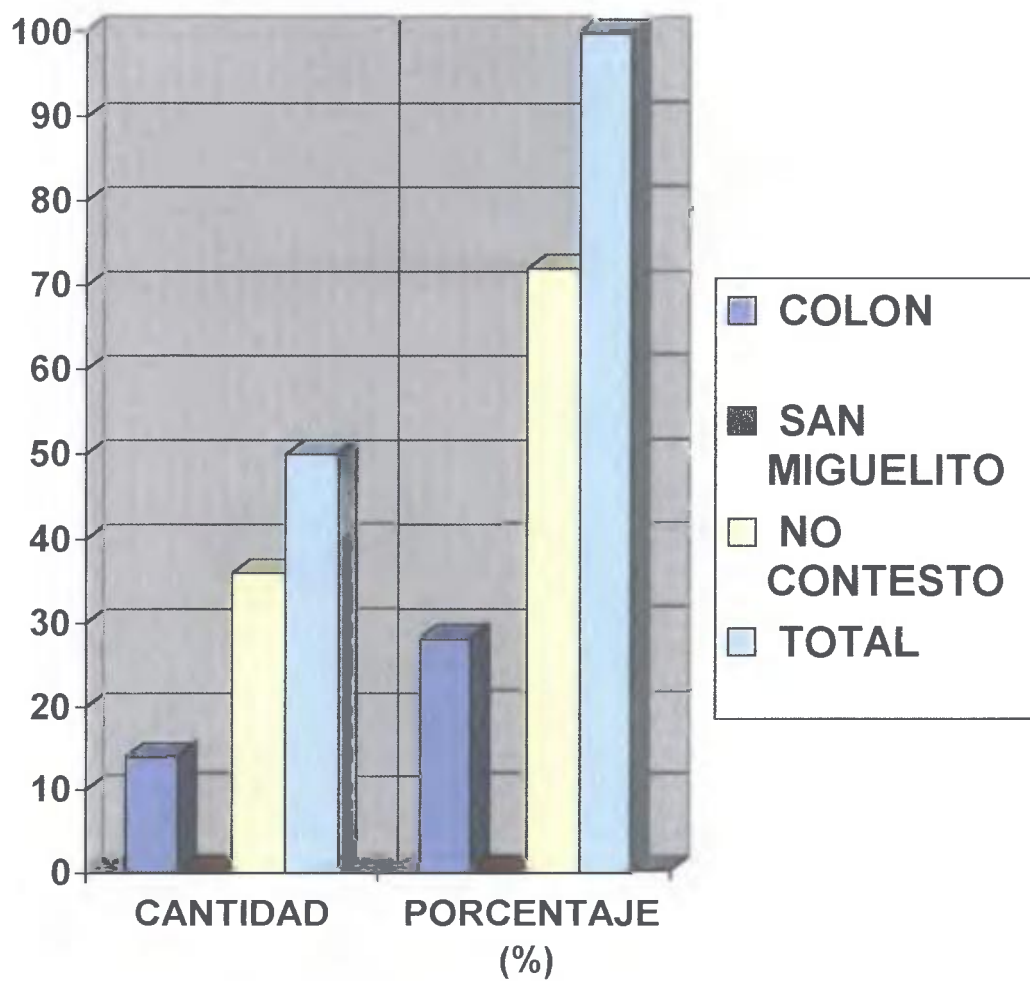
CUADRO N°4

MENCION DE ALGUNA EMISION DE BONOS MUNICIPALES

	CANTIDAD	PORCENTAJE (%)
COLON	14	28
SAN MIGUELITO	0	0
NO CONTESTO	36	72
TOTAL	50	100

GRAFICA N° 4

MENCION DE ALGUNA EMISION DE BONOS MUNICIPALES



Fuente : EL AUTOR

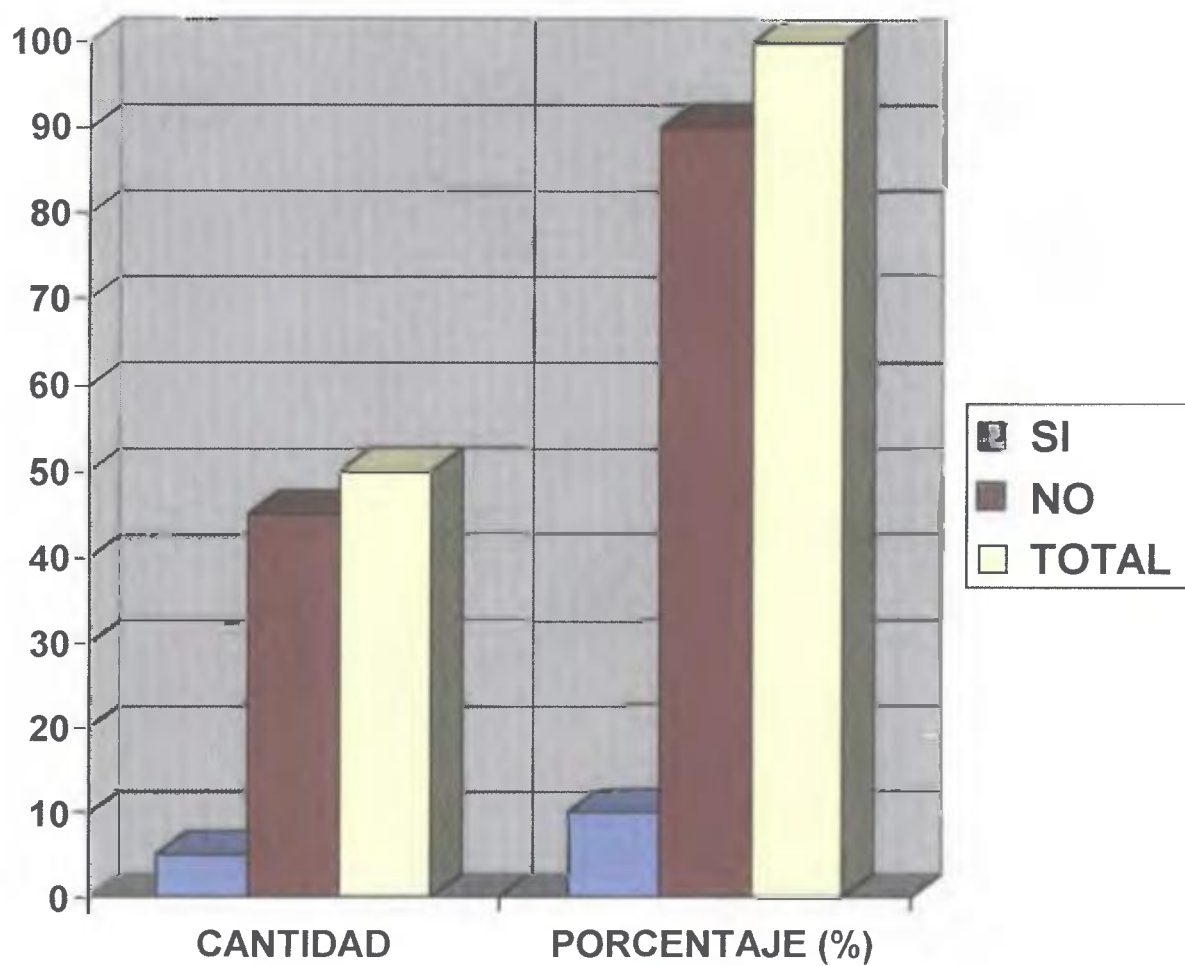
4. Conoce usted alguna regulación (Decreto, Ley, o cualquier otro estatuto legal) para la emisión de Bonos Municipales

A. SI B. NO

CUADRO N°5
CONOCIMIENTO DE REGULACIONES PARA LA EMISION DE
BONOS MUNICIPALES

	CANTIDAD	PORCENTAJE (%)
SI	5	10
NO	45	90
TOTAL	50	100

GRAFICA N° 5
CONOCIMIENTO DE REGULACIONES PARA LA EMISION DE
BONOS MUNICIPALES



Fuente: EL AUTOR

5. En su opinión, la emisión de Bonos Municipales tiene:

- a. Gran aceptación en el Mercado de Valores
- b. Cautelosa aceptación en el Mercado de Valores
- c. Poca aceptación en el Mercado de Valores

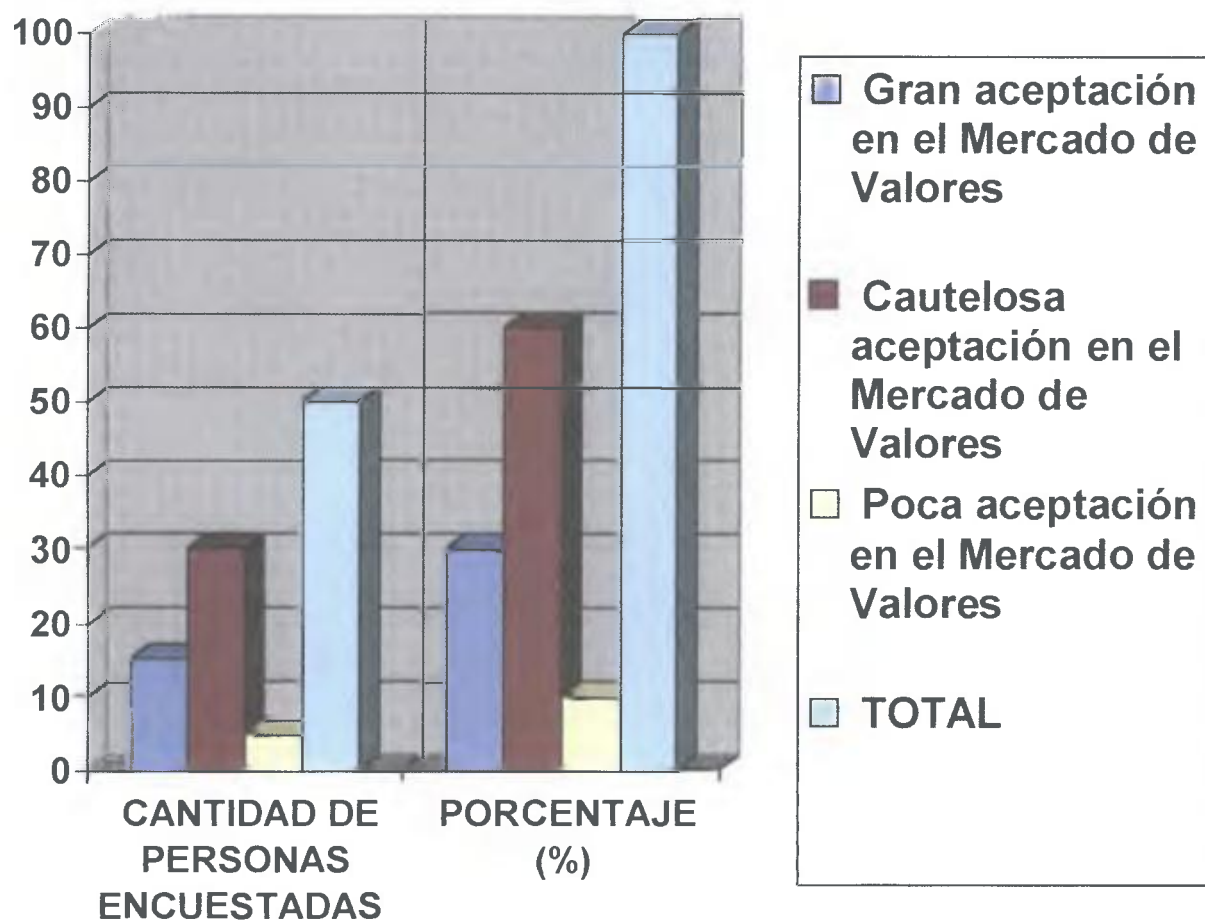
CUADRO N° 6

ACEPTACION DE LA EMISION DE BONOS MUNICIPALES

	CANTIDAD DE PERSONAS ENCUESTADAS	PORCENTAJE (%)
Gran aceptación en el Mercado de Valores	15	30
Cautelosa aceptación en el Mercado de Valores	30	60
Poca aceptación en el Mercado de Valores	5	10
TOTAL	50	100

GRAFICA N°6

ACEPTACION DE LA EMISION DE BONOS MUNICIPALES



Fuente: EL AUTOR

El resultado de esta primera encuesta sobre los Bonos Municipales, efectuados a diferentes funcionarios públicos y a empresas, como la Bolsa, nos revela la importancia que tiene el no poseer una legislación adecuada de estos instrumentos. Dentro de la aceptación de estos hay una división prácticamente equilibrada entre los que podrían negociar y aquellos que serían cautelosos al invertir en estos valores. Algunos de nuestros encuestados no conocían los mecanismos para poder emitir Bonos Estatales, debido a que no hay una norma o procedimiento por parte de las entidades gubernamentales, ni para las entidades Autónomas o Semiautónomas. Cuando se les pregunto sobre los Bonos Municipales, éstos respondieron que no conocían sobre la emisión de Bonos Municipales, ya que ésta es una figura nueva en el Mercado de Valores Nacional. Seguidamente se les cuestionó sobre la aceptación de estos pero la gran mayoría respondió de que los inversionistas tendrían cautela al negociar estos valores, y que deberían cumplir primero con las regulaciones, o que el gobierno legisle sobre el mismo para poder que este instrumento tenga una buena aceptación en el mercado.

F. Los Bonos, sus Precios y Tasas de Interés.

Sabemos que los activos financieros (acciones, bonos, etc), descritos en el capítulo I tienen diferentes propiedades como lo establece Fabozzi y otros:

- Monetización: que es la propiedad que permite que un activo financiero se emplee como dinero, lo que significa que es un medio de intercambio y un almacén de valor.
- Divisibilidad y denominación: la primera es el tamaño mínimo que un activo financiero puede ser liquidado y cambiado a dinero o dividido en unidades pequeñas y denominación es la cantidad en dólares que se pagará al vencimiento cada unidad de activo.
- Reversibilidad: es la propiedad de costo de comprar y vender un activo que determina qué tan rápidamente puede un inversionista comprarlo y volverlo a convertir en efectivo.
- Periodo de vencimiento: es el tiempo restante en la vida planeada de un valor.
- Covertibilidad: es la provisión que se hace de un valor que permite que el propietario lo convierta en otro valor o en otro tipo de valor.

- Divisas: Tipo de unidad monetaria nominal en la cual se denomina un activo y sus pagos correspondientes.
- Rendimiento: tasa o porcentaje anual de retorno de un valor de deuda.
- Complejidad: propiedad de un activo que representa una combinación de dos o más activos más simples.
- Estatus Fiscal: son las características de los activos financieros con respecto a las políticas fiscales del gobierno.

Estos a su vez proporcionan los estamentos básicos para poder valorar o asignar un precio a un Bono o a cualquier otro activo financiero.

Para fijar un precio a un Bono, tenemos que calcular primero el Valor Actual de los flujos de efectivo que el poseedor del activo espera recibir durante el periodo de vida del activo.

Según , James C. Van Horne el Valor actual es :

“

$$VA = \sum_{t=1}^n \left[At / (1+r)^t \right]$$

Donde r es la tasa que descuenta la serie de flujos futuros de efectivo (A_1 hasta A_0)”²⁹

Dónde **VA**, es al valor actual o el precio del activo financiero; **At**, los flujos en los diferentes periodos o años; **t** vencimiento del activo financiero o vencimiento y **r** es la tasa de descuento adecuada.

La tasa de descuento adecuada o el rendimiento que el inversionista requiere para un Bono o para el calculo del precio de un activo financiero esta dada por la ecuación:

$$rd = ir + I + RI + PV + PL + PRD$$

Donde ;

rd = Tasa de interés real

I = Prima por inflación

RI = Riesgo de incumplimiento

PV = Prima de Vencimiento

PL = Prima de Liquidez

PRD = Prima de Riesgo de Tasa de Cambio.

²⁹ VAN HORNE. Administración Financiera. México, 1997, página 20.

El precio de un activo financiero o en nuestro caso de un Bono, esta inversamente relacionado con su tasa de descuento. La formula podemos describirla de la siguiente manera:

$PAFB = P(F/P, i, n)$ y donde la podemos escribir utilizando las variables descritas anteriormente, de la siguiente manera:

$$PAFB = CF(PAFB/CF, rd, n);$$

donde $(PAFB/CF, rd, n) = 1 / (1 + i)^n$ es el factor del valor presente que se utiliza para el calculo de una cantidad futura. El factor de valor presente siempre es menor que uno para i mayor que cero, lo que indica que una cantidad futura tiene un valor presente más pequeño. Un dólar en el futuro es menos valioso que un dólar hoy. De la fórmula podemos establecer lo siguiente:

$PAFB$ = Precio del Activo Financiero

CF = Flujo de Efectivo en el año t

n = Vencimiento del Activo Financiero.

rd = Tasa de Descuento.

Para una ilustración, suponemos que tenemos un Bono con una duración de 5 años, el cual paga anualmente B/. 75.00 al final de cada año, más un principal de B/. 1000.00 al término del quinto año.

Solución: Podemos calcular en primera instancia la tasa a la cual se descuenta anualmente o tasa de cupón (tc) que sería;

$$tc = 75/1000 = 0.075$$

$$tc = .075 \times 100 = 7.5\%$$

$$\underline{tc = 7.5\%}$$

La tasa de cupón es el porcentaje del principal, que es el pago anual contractual del bono, que es el cupón anual.

Utilizando la nomenclatura anterior tenemos:

$$n = 5$$

$$CF_1 = \text{B/. } 75.00$$

$$CF_2 = \text{B/. } 75.00$$

$$CF_3 = \text{B/. } 75.00$$

$$CF_4 = \text{B/. } 75.00$$

$$CF_5 = \text{B/. } 1075.00$$

Además suponemos para este caso particular que la tasa real es de 3%, la prima por inflación es de 1%, el riesgo por no cumplir con la

obligación amerita un prima del 3%, prima por vencimiento 0.5% y la prima por liquidez es de 1% y la prima por tasa de cambio es 0%, ya que para nuestro caso la moneda utilizada es el dólar. Podemos calcular la tasa de descuento adecuada o el rendimiento que el inversionista requiere;

$$rd = ir + I + RI + PV + PL + PRD$$

$$rd = 3\% + 1\% + 3\% + 1\% + 1\% + 0\%; \text{ tenemos entonces}$$

que el rendimiento es:

$$\underline{rd = 9\%}$$

Para calcular el precio del Bono utilizamos la formula:

$$PAFB = CF(PAFB/CF, rd, n);$$

$$\begin{aligned} PAFB &= 75(PAFB / CF_1, 9\%, 1) + 75(PAFB / CF_2, 9\%, 1) + \dots \\ &\dots 75(PAFB / CF_3, 9\%, 1) + 75(PAFB / CF_4, 9\%, 1) + \dots \\ &\dots 1075(PAFB / CF_5, 9\%, 1) \\ &= 75(.9174) + 75(.8417) + 75(.7722) + 75(.7084) \dots \\ &\dots + 1075(.6499) \end{aligned}$$

$$\text{PAFB} = 941.66$$

Este es valor presente del Bono, con los datos suministrados y que aparece en la Tabla N°1. Para un activo financiero o para un Bono la tasa de descuento (rd) influye directamente sobre el valor de un Bono. El precio de un Bono cambia en dirección opuesta al cambio en la tasa. Por ejemplo, si en el medio bursátil hay un clima de que los activos financiero o Bonos son buenos o son menos riesgosos de que se esperaba, el flujo de efectivo del Bono en este caso para el ejemplo anterior, puede aumentar el precio del activo debido, a que el riesgo por incumplimiento (RI), por ejemplo si fuera del 2%, podría caer al 1% y por consiguiente la tasa de descuento cambia de 9% a 8% y el precio se eleva de **B/. 941.66** a **B/. 980.04** como se puede apreciar de la tabla N° 1.

1. El Efecto de vencimiento Sobre los Bonos

El vencimiento de un Bono afecta su sensibilidad al precio en relación con un cambio en el rendimiento. La sensibilidad al precio de

TABLA N° 1

**PRECIO DE UN BONO A 5 AÑOS
A DIFERENTES TASAS DE DESCUENTO (rd)**

ANUALIDAD	75
PAGO AL VENCIMIENTO	1000
TASA DE CUPON	7.5
rd= 5% , 15%	
MONTO DEL BONO	1000

rd(%)	P/A(n=5)	P/F(n=5)	CF(1-5)	CFp(n=5)	PRECIO
5%	4.32948	0.78353	75	1000	1108.24
6%	4.21236	0.74726	75	1000	1063.19
7%	4.10020	0.71299	75	1000	1020.50
7.5%	4.04588	0.69656	75	1000	1000.00
8%	3.99271	0.68058	75	1000	980.04
9%	3.88965	0.64993	75	1000	941.66
10%	3.79079	0.62092	75	1000	905.23
11%	3.69590	0.59345	75	1000	870.64
12%	3.60478	0.56743	75	1000	837.79
13%	3.51723	0.54276	75	1000	806.55
14%	3.43308	0.51937	75	1000	776.85
15%	3.35216	0.49718	75	1000	748.59

FUENTE: EL AUTOR

los bonos ante un cambio en la tasa de descuento está relacionado positivamente con el vencimiento del Bono. Un ejemplo sería: si tenemos un Bono y la tasa de descuento (rd) se eleva de **6%** a **7%**; el precio de un Bono a 5 años cae de **B/. 1063.19** a **B/. 1020.50**, como se muestra en la tabla N°1, que equivale a un descenso en el precio de **B/. 42.68** que equivale a un **4.01%** cuyos valores lo podemos verificar en la Tabla N°4.

Si para el mismo Bono a 10 años, como se observa en La Tabla N°2, y la tasa de descuento (rd) se eleva de **6%** a **7%**; el precio del Bono a 10 años cae de **B/. 1110.40** a **B/. 1035.12**, como se muestra en la Tabla N°2, que representa un descenso en el precio de **B/. 75.28** que equivale a un **6.78%** de declinación porcentual como aparece en la Tabla N°4.

Es claro observar que a medida que aumenta el plazo, en este caso de $n=5$ a $n=10$, el cambio de precio y el cambio porcentual se incrementa notablemente debido al plazo de vencimiento como se aprecia en la Tabla N°3 y N°4.

TABLA N° 2

**PRECIO DE UN BONO A 10 AÑOS
A DIFERENTES TASAS DE DESCUENTO (rd)**

ANUALIDAD	75
PAGO AL VENCIMIENTO	1000
TASA DE CUPON	7.5
rd= 5% AL 15%	
MONTO DEL BONO	1000

rd(%)	P/A(n=10)	P/F(n=10)	CF(1-10)	CFp(n=10)	PRECIO
5%	7.72173	0.61391	75	1000	1193.04
6%	7.36009	0.55839	75	1000	1110.40
7%	7.02358	0.50835	75	1000	1035.12
7.5%	6.86408	0.48519	75	1000	1000.00
8%	6.71008	0.46319	75	1000	966.45
9%	6.41766	0.42241	75	1000	903.74
10%	6.14457	0.38554	75	1000	846.39
11%	5.88923	0.35218	75	1000	793.88
12%	5.65022	0.32197	75	1000	745.74
13%	5.42624	0.29459	75	1000	701.56
14%	5.21612	0.26974	75	1000	660.95
15%	5.01877	0.24718	75	1000	623.59

FUENTE: EL AUTOR

TABLA N° 3

**PRECIO DE UN BONO A 5 Y 10 AÑOS
A DIFERENTES TASAS DE DESCUENTO (rd)**

ANUALIDAD	75
PAGO AL VENCIMIENTO	1000
TASA DE CUPON	7.5
rd= 5% , 15%	
MONTO DEL BONO	1000

				n=5	n=10
rd(%)	CF(1-5)	CFp(n=5)		PRECIO	PRECIO
5%	75	1000		1108.24	1193.04
6%	75	1000		1063.19	1110.40
7%	75	1000		1020.50	1035.12
7.5%	75	1000		1000.00	1000.00
8%	75	1000		980.04	966.45
9%	75	1000		941.66	903.74
10%	75	1000		905.23	846.39
11%	75	1000		870.64	793.88
12%	75	1000		837.79	745.74
13%	75	1000		806.55	701.56
14%	75	1000		776.85	660.95
15%	75	1000		748.59	623.59

FUENTE: EL AUTOR

TABLA N° 4

**DISMINUCION DE PRECIO DE UN BONO SI LA
TASA DE DESCUENTO AUMENTA EN 1%
PARA DIFERENTES TASAS DE DESCUENTO (rd)**

ANUALIDAD	75
PAGO AL VENCIMIENTO	1000
TASA DE CUPON	7.5
rd= 5% a 15%	
MONTO DEL BONO	1000

	CAMBIO DE PRECIO		CAMBIO PORCENTUAL DE PRECIO		
	n=5	n=10		n=5	n=10
rd(%)					
5% a 6%	-45.05	-82.64		-4.07%	-6.93%
6% a 7%	-42.68	-75.28		-4.01%	-6.78%
7%-7.5%	-20.50	-35.12		-2.01%	-3.39%
7.5% a 8%	-19.96	-33.55		-2.00%	-3.36%
8% a 9%	-38.38	-62.71		-3.92%	-6.49%
9% a 10%	-36.42	-57.35		-3.87%	-6.35%
10% a 11%	-34.59	-52.51		-3.82%	-6.20%
11% a 12%	-32.86	-48.14		-3.77%	-6.06%
12% a 13%	-31.23	-44.18		-3.73%	-5.92%
13% a 14%	-29.70	-40.60		-3.68%	-5.79%
14% a 15%	-28.26	-37.36		-3.64%	-5.65%

FUENTE: EL AUTOR

2. Efecto de la Tasa de Cupón Sobre los Bonos.

La tasa de cupón es aquel porcentaje del principal y que es el pago anual contractual del Bono. El efecto que produce la tasa de cupón se enfatiza en la sensibilidad al precio. Para ver este efecto tomemos dos Bonos con el mismo vencimiento y con el mismo rendimiento requerido (rd). La tabla 2 y 5, nos muestran los precios de dos bonos con una misma duración, 10 años, un mismo rendimiento requerido (rd) y el monto de B/. 1,000, para ambos. Para el Bono 1, la tasa de cupón es de 7.5% y para el Bono 2, es de 10%.

Para el Bono 1, si tomamos $rd = 8\%$; obtenemos que el precio de la Tabla 2 es B/. 966.45 y para el Bono 2 con los mismos parámetros del Bono 1, obtenemos de la Tabla 5 el precio de B/. 1134.20. Si aumenta el rendimiento requerido (rd) en 1%, obtenemos los siguientes precios para $rd = 9\%$: para el Bono 1, el precio es B/.903.74 y para el Bono 2, el precio es igual a B/. 1064.18. Ahora podemos conformar la siguiente tabla. De la misma podemos observar que a medida que la tasa rd aumenta el precio de los Bonos disminuye, independiente de la tasa de cupón que se utilice. Adicional a mayores tasas de cupón la diferencia de precio también es mayor que a tasa menores, pero la diferencia o cambio porcentual es mayor para tasas de cupón menores.

TABLA N° 5

**PRECIO DE UN BONO A 10 AÑOS
A DIFERENTES TASAS DE DESCUENTO (rd)**

ANUALIDAD	100
PAGO AL VENCIMIENTO	1000
TASA DE CUPON	10
rd= 5% AL 15%	
MONTO DEL BONO	1000

rd(%)	P/A(n=10)	P/F(n=10)	CF(1-10)	CFp(n=10)	PRECIO
5%	7.72173	0.61391	100	1000	1386.09
6%	7.36009	0.55839	100	1000	1294.40
7%	7.02358	0.50835	100	1000	1210.71
7.5%	6.86408	0.48519	100	1000	1171.60
8%	6.71008	0.46319	100	1000	1134.20
9%	6.41766	0.42241	100	1000	1064.18
10%	6.14457	0.38554	100	1000	1000.00
11%	5.88923	0.35218	100	1000	941.11
12%	5.65022	0.32197	100	1000	887.00
13%	5.42624	0.29459	100	1000	837.21
14%	5.21612	0.26974	100	1000	791.36
15%	5.01877	0.24718	100	1000	749.06

FUENTE: EL AUTOR

TABLA N° 6 CAMBIO EN LA TASA DE CUPON AL SUBIR 1% EN EL RENDIMIENTO REQUERIDO(rd)			
N=10 años MONTO= 1,000			
BONOS		BONO 1	BONO 2
TASA DE CUPON		7.5%	10%
		PRECIOS B/.	
Rendimiento	8%	966.45	1134.20
Requerido (rd)	9%	903.74	1064.18
Diferencia de Precio		62.71	70.02
Disminución Porcentual		6.5%	6.17%

Fuente: EL AUTOR

Por eso entre más pequeña sea la tasa de cupón, mayor será la respuesta al precio para un cambio en el rendimiento requerido (rd).

3. El efecto del Nivel de Rendimiento sobre los Bonos.

El rendimiento tiene su efecto sobre los Bonos. Esto lo podemos ver claramente si observamos las tabla 1,2, 3, 4. Para demostrar el efecto del rendimiento tomemos como ejemplo un Bono con una tasa de cupón de 7.5%, una anualidad de B/. 75.00 y un monto de B/. 1000.00 con una duración de 10años. Si $rd = 6\%$, el precio del Bono es igual B/. 1110.40 y si aumentamos la tasa rd en 1%, el precio del Bono cae a B/. 1035.12 y disminuye en B/. 75.30, que equivale a 6.78% de disminución. Ahora tomamos un rendimiento mayor para ver el efecto en el cambio porcentual de rd . Tomamos $rd = 12\%$ y el precio del Bono es de B/. 745.74 y ahora aumentamos en 1% a rd y tenemos que el nuevo precio es de B/. 701.56, que reduce en B/. 44.18 el precio del Bono y que representa 5.9% de disminución. Podemos decir de estos resultados que entre más bajo sea el nivel de rendimiento, mayor será la afectación que tenga un cambio en las tasas de interés sobre el precio de un activo financiero. De esto podemos elaborar la siguiente tabla que muestra esta el efecto del nivel de rendimiento.(ver tabla 7).

TABLA N° 7 EFFECTO DEL NIVEL DE RENDIMEINTO SOBRE UN BONO				
N=10 años MONTO= 1,000				
		BONO		
TASA DE CUPON		7.5%		
	%	CAMBIO De 6% a 7%	%	CAMBIO De 12% a 13%
Rendimiento	6%	1110.40	12%	745.74
Requerido (rd)	7%	1035.12	13%	701.56
Diferencia de Precio		75.28		44.18
Disminución Porcentual		6.8%		5.9%

Fuente: EL AUTOR

SEGUNDA PARTE

PROPUESTA DE FINANCIAMIENTO DE VIVIENDA EN EL SECTOR OESTE DE PANAMA MEDIANTE BONOS MUNICIPALES

CAPITULO V

PROPUESTA DE SOLUCION AL PROBLEMA DE FINANCIAMIENTO DE UN PROYECTO DE VIVIENDA EN EL AREA OESTE MEDIANTE LA EMISION DE BONOS MUNICIPALES

A- JUSTIFICACION Y VIABILIDAD DEL FINANCIAMIENTO DEL PROYECTO DE VIVIENDA SAN FRANCISCO

El financiamiento de proyectos se realiza cuando una empresa privada, entidad gubernamental, un Estado o un conjunto relacionado de activos funciona en forma rentable como unidad económica independiente. Cuando un proyecto resulta ventajoso es posible que los gestores o patrocinadores del mismo puedan financiar dicho proyecto utilizando su propio nombre o crear una empresa nueva o entidad legal para construir, poseer y operar el proyecto. Para el Instituto de Planificación Económica y Social (ILPES), un proyecto es :

“... el plan prospectivo de una unidad de acción capaz de materializar algún aspecto del desarrollo económico o social. Esto implica, desde el punto de vista económico, proponer la producción de algún bien o la prestación de algún servicio con el empleo de cierta técnica y con miras a obtener un determinado resultado o ventaja económica o social.”³⁰

Si el proyecto presentado tiene pronósticos ventajosos de utilidades, la compañía, empresa o Estado financiará el mismo, lo cual

³⁰ ILPES. Guía para La Presentación de Proyectos. México 1983. Página 12.

implica la obtención de un préstamo, la emisión de acciones y valores de deuda diseñados para ser amortizados y cubiertos por medio de los ingresos derivados de las operaciones del proyecto.

Si bien los financiamientos de los proyectos tienen muchas cosas en común, los proyectos necesariamente implican la adaptación del paquete de financiamiento a las circunstancias del mismo.

El financiamiento de proyectos se define como la obtención de fondos para llevar a cabo la realización de un proyecto de inversión de capital. En éste los proveedores de fondos o inversionistas consideran de manera prioritaria el flujo de efectivo del proyecto como el origen de los fondos para el rendimiento del capital invertido en el mismo. Las condiciones de los valores de deuda se adecuan a las características del flujo de efectivo del proyecto, y los valores de deuda de éste dependen de la rentabilidad y del valor de garantía de los activos.

Las características que surgen del financiamiento de proyectos son:

- Contrato de las partes responsables, de financiar el proyecto hasta su terminación y de mantener a disposición los fondos necesarios para la culminación del proyecto.

- Acuerdo legal de responsabilidad financiera que, al término de del proyecto y al inicio de las operaciones, se contará con la cantidad de fondos necesarias para permitir cubrir los gastos de operación y las necesidades de pago a la deuda, inclusive si el proyecto no funciona por causas mayores.
- Establecer la responsabilidad de las partes en lo financiero, de que si llegase a existir un retraso en las operaciones, se pondrán a disposición los fondos necesarios para hacerlo nuevamente funcional.

El financiamiento de proyectos tiene características propias ya que se encuentran segregados o aparte de la entidad gestora del proyecto. La estructura del financiamiento está diseñada para distribuir los rendimientos y los riesgos financieros de manera más eficiente que una estructura financiera convencional. En general, se comprometen los *activos del proyecto*, (más ninguno de sus demás activos), para garantizar de esta forma los préstamos del proyecto. Un proyecto debe incluir todos los medios necesarios para construir una entidad de operación viable y económicamente independiente.

1-Justificación del financiamiento del Proyecto.

Los proyectos, ya sean de tipo económico o social, tienen su justificación basada en la necesidad que se genera en el mercado.

Según ILPES, el carácter de un proyecto;

“... se refiere a si el proyecto es considerado predominantemente económico o social. Será de carácter económico si la decisión final sobre su realización se hace en base a una demanda efectiva capaz de pagar el precio del bien o servicio que el proyecto produzca. Será de carácter social si este precio o una parte de él serán pagados por la comunidad, a través de impuestos, subsidios, etc. ”

³¹

En el caso de nuestro proyecto, será una combinación de ambos, debido a que su implementación se hace en base a una demanda real de uno o varios complejos habitacionales para personas que poseen ingresos relativamente bajos pero que son capaces de pagar los costos de los bienes ofrecidos(viviendas). Será de carácter social ya que, a través del mismo mitigaremos en parte un problema social en el distrito; con el fin de que las familias puedan obtener una vivienda que cumpla con las exigencias de Ingeniería municipal y que cuente con la adecuada urbanización que requieren los proyectos de vivienda. Este proyecto

³¹ ILPES. Op. Cit.. Página 14.

de vivienda viene a llenar una necesidad creciente de soluciones de vivienda baratas y, a la vez, cumpliría con la normas establecidas por el municipio. Nuestro proyecto debe beneficiar en primera instancia a los trabajadores que conforman el mismo municipio, los cuales tendrán a disponibilidad el 30% del proyecto de vivienda para ser adquirido por ellos mismos, y el restante 70% de las soluciones de vivienda por las demás personas que trabajen en entidades públicas del área oeste y residentes en el distrito. El proyecto tiene una estimación de 100 viviendas, pero inicialmente se construirán 50 en la primera etapa y 50 en una segunda etapa.

Este proyecto tiene como finalidad la construcción de las soluciones de viviendas, pero primordialmente la consecución de financiamiento u obtención de fondos a través de la emisión de Bonos Municipales, como fuente exclusiva de los fondos del Proyecto.

El proyecto en mención, además de mitigar en parte una realidad nacional, pretende brindar costos sumamente bajos en la soluciones de vivienda, y de permitir además que la entidad administrativa y gestora del proyecto tenga flujos positivos de ingresos, para poder canalizar estas utilidades generadas y hacerle frente a otros problemas municipales, como lo son el de la recolección de la basura , comedores escolares, educación, desarrollo cultural del distrito y ayuda a las

comunidades más marginadas del Sector Oeste. Este proyecto tendrá una duración de 5 años para el pago del financiamiento de las viviendas, y tiene 5 años de término para hacer efectivo el pago de la deuda a través del repago de los Bonos Municipales emitidos por el gobierno local o municipal.

Al justificar un proyecto tenemos que verificar o comparar el financiamiento directo del patrocinador, con base a varios criterios. Presentamos algunos criterios de comparación del financiamiento directo y el financiamiento de proyectos.

CUADRO N° 7: COMPARACION DEL FINANCIAMIENTO DIRECTO Y EL FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS

	CRITERIO	FINANCIAMIENTO DIRECTO	FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS
1	ORGANIZACION	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Las grandes empresas por lo general se constituyen como sociedades. ➤ Los flujos de efectivo provenientes de los activos y negocios se combinan. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ El proyecto se puede organizar como una sociedad en nombre colectivo o una sociedad de responsabilidad limitada para utilizar con mayor eficiencia los beneficios impositivos de la sociedad. ➤ Los activos y los flujos de

			efectivos relacionados con el proyecto se separan de las otras actividades del patrocinador.
2	CONTROL Y MONITOREO	<ul style="list-style-type: none"> ➤ El control radica principalmente en la administración. ➤ El consejo de administración monitorea el desempeño de la sociedad en nombre de los accionistas. ➤ Los inversionistas realizan un monitoreo directo limitado. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ La administración conserva el control aunque se ve sometida a una vigilancia más estricta que en una sociedad común. ➤ La separación de los activos y los flujos de efectivo permite una mejor contabilidad por parte de los inversionistas. ➤ Los arreglos contractuales que rigen las inversiones de deuda y capital contienen pactos y otras cláusulas que facilitan la vigilancia.
3	ASIGNACION DE RIESGO	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Los acreedores disponen de recursos contra el patrocinador del proyecto. ➤ Los riesgos se diversifican entre la cartera de activos del patrocinador. ➤ Ciertos riesgos pueden ser transferidos a otros 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Los acreedores por lo general disponen de recursos limitados – y en algunos casos, no los tienen- contra los patrocinadores del proyecto. ➤ La exposición financiera de los acreedores es específica del proyecto, si

		<p>mediante la adquisición de seguros o mediante actividades de cobertura, etc.</p>	<p>bien los convenios de apoyo crediticio suplementarios por lo menos pueden compensar en parte la exposición al riesgo.</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Los convenios contractuales redistribuyen los riesgos relacionados con el proyecto. ➤ Los riesgos del proyecto se distribuyen entre las partes interesadas más capaces de enfrentarlos.
4	FLEXIBILIDAD FINANCIERA	<ul style="list-style-type: none"> ➤ El financiamiento por lo general se puede negociar con rapidez. ➤ Los fondos internamente generados se utilizan para financiar otros proyectos, pasando por alto la disciplina del mercado de capitales. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Se presentan costos de información, contratación y transacción más elevados. ➤ Los arreglos de financiamiento son muy estructurados y se llevan mucho tiempo. ➤ El flujo de efectivo internamente generado se puede guardar para proyectos propios.
5	FLUJO DE EFECTIVO DISCRECIONAL	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Los administradores cuentan con un amplio margen de maniobra con respecto a la distribución del flujo de efectivo 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Los administradores tienen márgenes limitados. ➤ Por contrato, los flujos de efectivo deben distribuirse

		<p>discrecional entre los dividendos y la reinversión.</p> <p>➤ Los flujos de efectivo se combinan y luego distribuyen de acuerdo con la política de la sociedad.</p>	<p>equitativamente entre los inversionistas.</p>
6	COSTO DE AGENCIA (NUEVA EMPRESA)	<p>➤ Los inversionistas de capital se ven expuestos a los costos de agencia del flujo de efectivo discrecional.</p> <p>➤ La vinculación al proyecto de los incentivos para la administración es más difícil.</p> <p>➤ Los costos de agencia son más elevados que en el financiamiento de proyectos.</p>	<p>➤ Los costos de agencia del flujo de efectivo discrecional se reducen.</p> <p>➤ Los incentivos para la administración pueden vincularse al desempeño del proyecto.</p> <p>➤ Se facilita la vigilancia más estricta por parte de los inversionistas.</p> <p>➤ Se mitiga el problema de subinversión.</p> <p>➤ Los costos de agencias son más bajos que en el financiamiento interno.</p>
7	ESTRUCTURACION DE LOS CONTRATOS DE DEUDA.	<p>➤ Los acreedores recurren a la cartera completa de activos del patrocinador para el servicio de su deuda.</p> <p>➤ Por lo general la deuda no se garantiza o se asegura</p>	<p>➤ Los acreedores recurren a activos específicos o a conjuntos de activos para el servicio de la deuda.</p> <p>➤ Por lo general se garantizan.</p> <p>➤ Los contratos de deuda se adaptan a las características específicas</p>

			del Proyecto.
8	CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO.	<ul style="list-style-type: none"> ➤ El financiamiento de la deuda utiliza una parte de la capacidad de endeudamiento del patrocinador. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ El apoyo crediticio de otras fuentes, como los compradores de la producción del proyecto, se puede canalizar hacia préstamos de apoyo para el proyecto. ➤ La capacidad de endeudamiento del patrocinador se puede expandir. ➤ Se puede lograr un apalancamiento más elevado (el cual proporciona una mejor protección contra impuestos por intereses) que con el que se sentiría cómodo el patrocinador si se financia el proyecto de manera directa.
9	QUIEBRA	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Las costosas y prolongadas dificultades financieras pueden evitarse. ➤ Los acreedores obtienen el beneficio de la cartera completa de activos del patrocinador. ➤ Las dificultades en una línea de negocios clave 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ El costo de resolver las dificultades financieras es más bajo. ➤ El proyecto se puede aislar de la posible quiebra del patrocinador. ➤ Las posibilidades de los prestamistas de recuperar el capital son más limitadas; la deuda por lo

		podría agotar el efectivo de los proyectos.	general no es amortizable con los ingresos de otros proyectos no relacionados.
--	--	---	--

FUENTE: Financiamiento de proyectos. Capítulo 2, Página 25

Podríamos adicionar, que el flujo de efectivo discrecional es lo que resta una vez que una compañía ha pagado todos sus costos de producción, a sus acreedores y ha realizado los gastos de capital necesarios para mantener su planta de producción en buen estado de operación.

2- Viabilidad del Financiamiento del Proyecto.

La viabilidad para la obtención del financiamiento necesario para financiar la construcción de un proyecto requiere convencer a los prestamistas potenciales de Largo Plazo de la existencia de un mercado creciente, de la factibilidad técnica, la viabilidad económica y la solvencia de un proyecto. A los inversionistas les preocupa todos los riesgos que un proyecto implica, quiénes los enfrentarán, y sus rendimientos serán adecuados para compensar los riesgos. Tanto los inversionistas como los financistas, deben conocer a fondo los aspectos técnicos del

proyecto y los riesgos que implica evaluar de manera independiente los aspectos económicos del mismo y su capacidad de amortizar los préstamos relacionados o los títulos valores emitidos con el proyecto.

2.1-El Mercado del Sector Oeste.

El área oeste, ha crecido y sigue creciendo a un ritmo constante, y aún cuando han surgido en gran escala una serie de promotores de vivienda de todo tipo, el déficit habitacional continua siendo, bastante alto como se detalla en el Anexo 1: Datos de Población y Vivienda de la Provincia de Panamá años 1990-2000, según Distrito y Corregimiento.

El municipio de La Chorrera, se preocupa sobre la situación que se da con las constantes invasiones de terrenos privados y públicos por precaristas que buscan una solución de vivienda barata. Pero encontrar lugares o áreas adecuadas para estos fines y que tengan los servicios básicos para una vida decorosa son pocos probables ya que muchos de los terrenos todavía no cuentan con estos servicios o están en manos de terratenientes o inmobiliarias. Al conversar con algunas de las autoridades municipales, nos informaron que muchos de los proyectos de vivienda privadas no llenan las expectativas de muchas personas que trabajan y perciben una remuneración baja. Dentro del

municipio encontramos gran cantidad de funcionarios que si se les ofreciese letras más bajas y viviendas más económica podrían adquirirlas. Existen personas que necesitan otras alternativas de vivienda para poder acceder a ellas financieramente sin detrimento de sus expectativas de vida. Sabemos que nuestra iniciativa contaría con un número plural de personas dispuestas a adquirir estas viviendas, ya que su costo sería el más bajo del mercado. Adicional a esto podemos agregar que parte del proyecto sería dirigido inicialmente hacia las personas del mismo municipio emisor, (alrededor de 25 a 30 soluciones de vivienda). El precio de las viviendas debe oscilar para el público entre 15,000 y 16,000 Balboas y el costo para el patrocinador del proyecto será de 10,000 a 12,000 Balboas con un rendimiento promedio de 30 al 50%.

Para poder sustentar nuestra premisa sobre la necesidad de viviendas en el área Oeste, realizamos la Encuesta (Nº2) en la cual obtuvimos los siguientes resultados.

RESULTADOS DE LA ENCUESTA

ENCUESTA N° 2

1- Es usted un(a) funcionario(a) con categoría:

a. Permanente

b. Por contrato

c. Autogestión

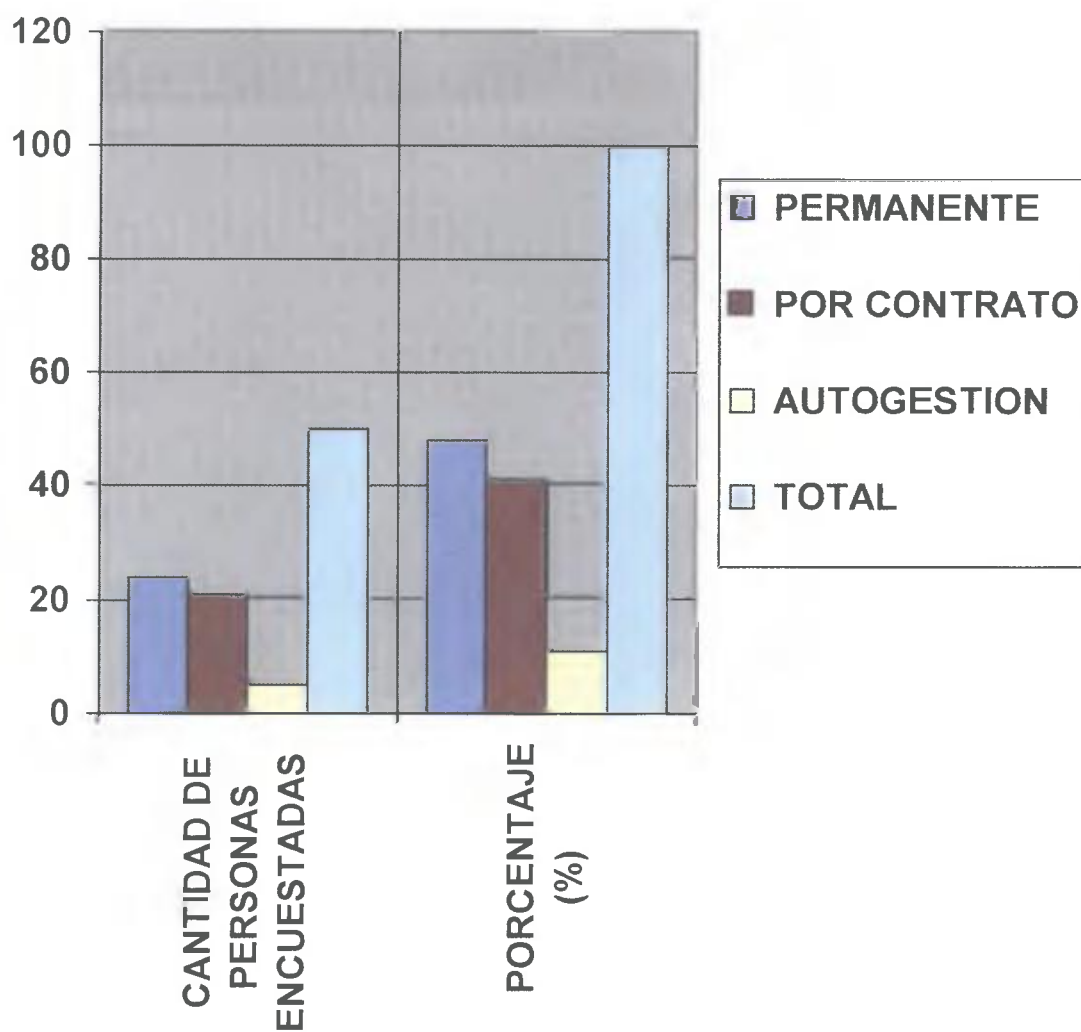
CUADRO N° 8

CATEGORIA DE NOMBRAMIENTO DE FUNCIONARIOS EN LOS MUNICIPIOS DEL AREA OESTE

	CANTIDAD DE PERSONAS ENCUESTADAS	PORCENTAJE (%)
PERMANENTE	24	48
POR CONTRATO	21	41
AUTOGESTION	5	11
TOTAL	50	100

GRAFICA N° 7

CATEGORIA DE NOMBRAMIENTO DE FUNCIONARIOS EN LOS MUNICIPIOS DEL AREA OESTE



Fuente : EL AUTOR

2- Hace cuánto tiempo labora usted en este Municipio?

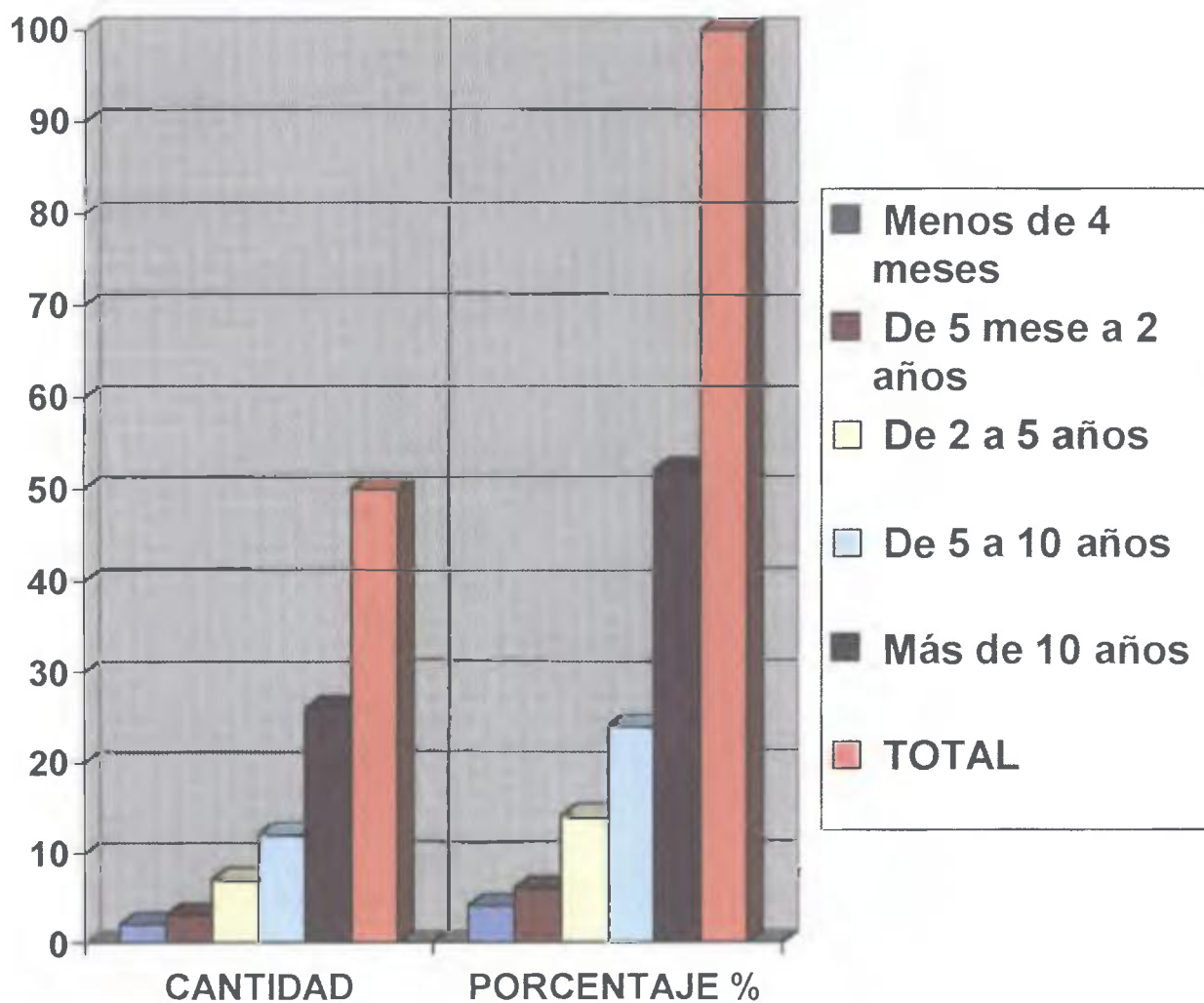
- a. Menos de cuatro meses
- b. De cinco meses a 2 años
- c. De 2 a 5 años
- d. De 5 a 10 años
- e. Más de 10 años

CUADRO N° 9

PERIODO DE TIEMPO DE LABORAR EN EL MUNICIPIO

	CANTIDAD DE PERSONAS ENCUESTADAS	PORCENTAJE %
Menos de 4 meses	2	4
De 5 meses a 2 años	3	6
De 2 a 5 años	7	14
De 5 a 10 años	12	24
Más de 10 años	26	52
TOTAL	50	100

GRAFICA N°8
PERIODO DE TIEMPO DE LABORAR EN EL MUNICIPIO



Fuente: EL AUTOR

3. Su vivienda es:

a. De su propiedad

b. Alquilada

c. Vive con familiares

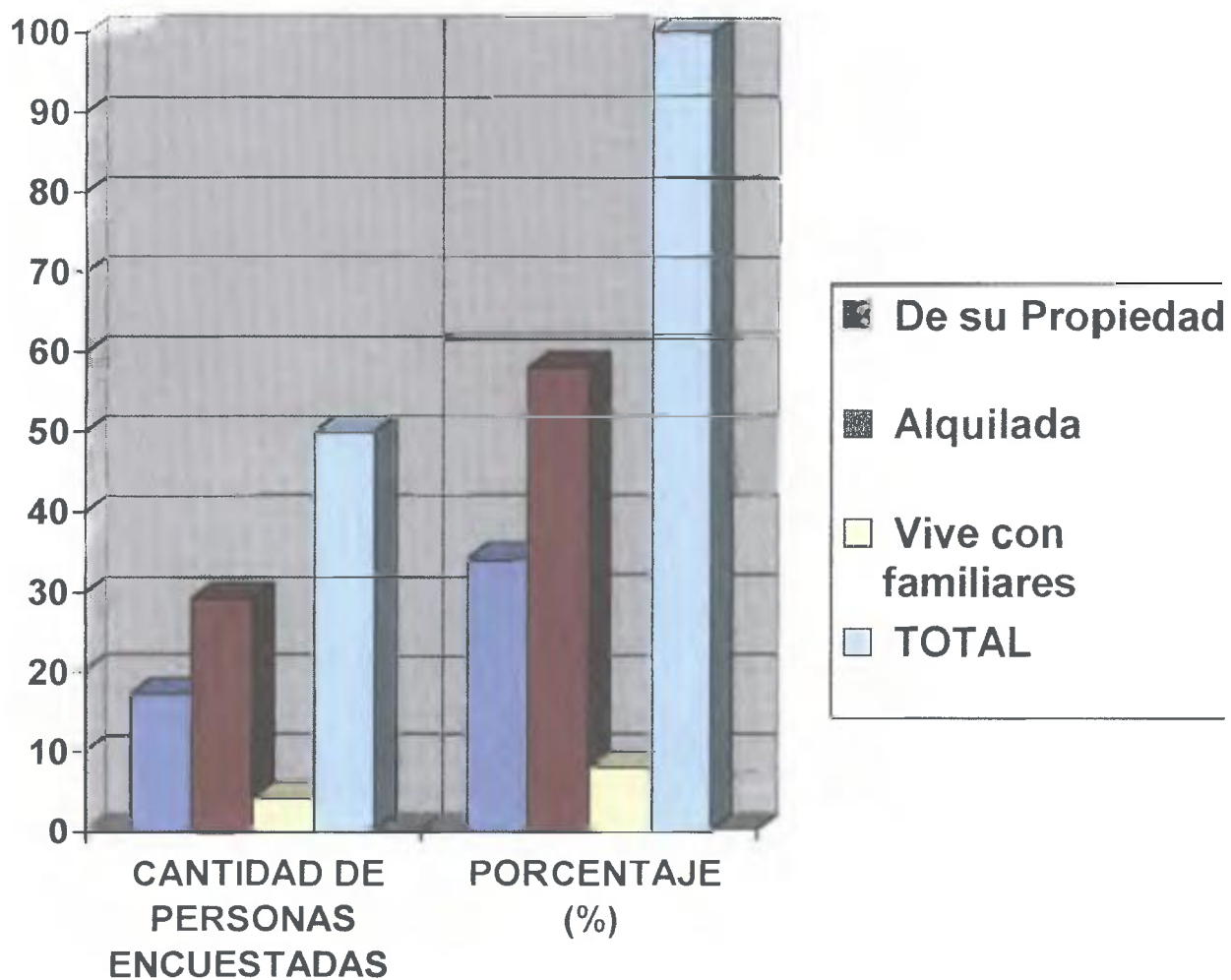
CUADRO N° 10

CLASIFICACION DEL TIPO DE VIVIENDA EN DONDE HABITA

	CANTIDAD DE PERSONAS ENCUESTADAS	PORCENTAJE (%)
De su Propiedad	17	34
Alquilada	29	58
Vive con familiares	4	8
TOTAL	50	100

GRAFICA N° 9

CLASIFICACION DEL TIPO DE VIVIENDA EN DONDE HABITA



Fuente: EL AUTOR

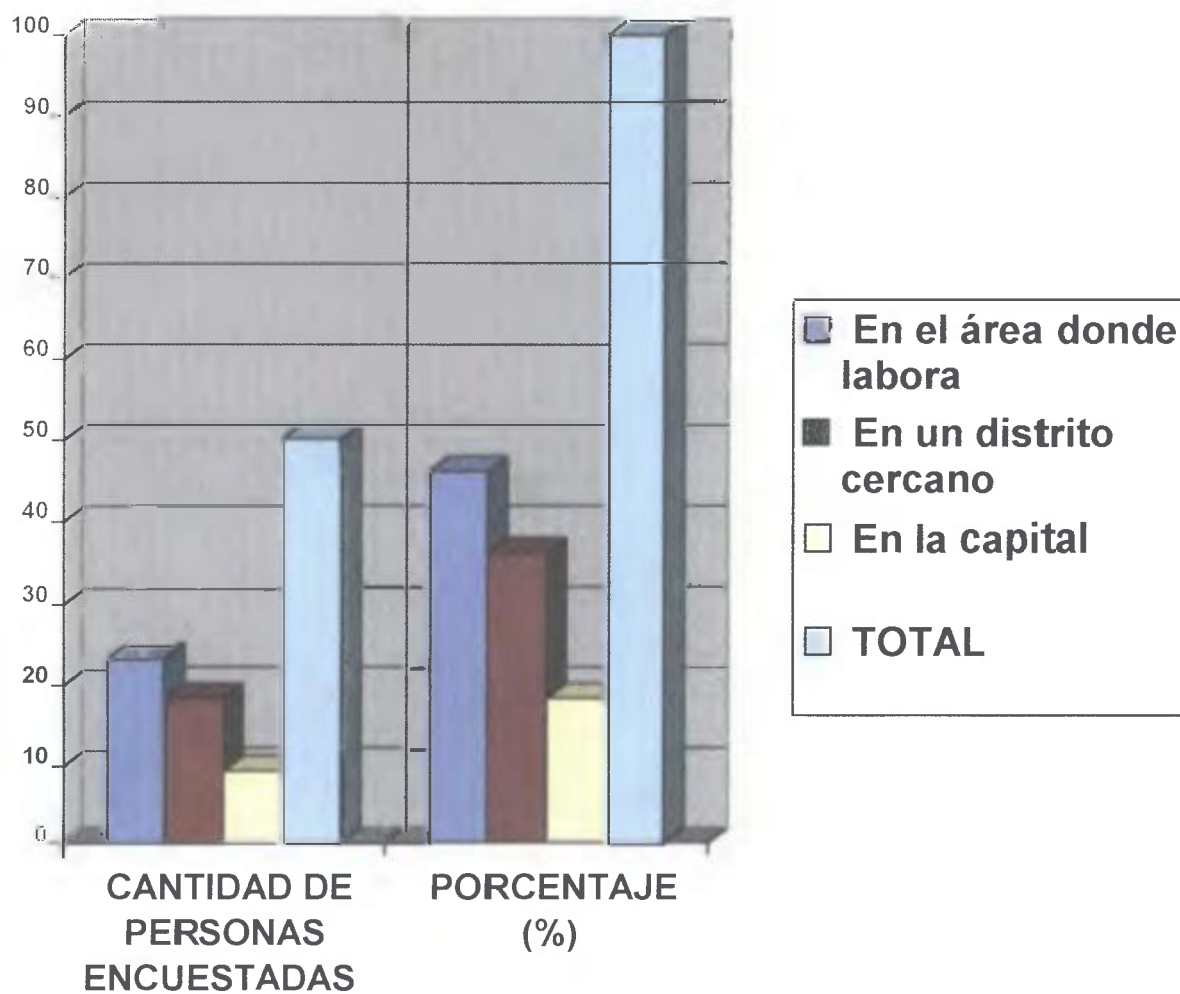
4. Vive usted:

- a. En el área donde labora b. En un distrito cercano c. En la capital

CUADRO N°11
LUGAR DE RESIDENCIA ACTUAL

	CANTIDAD DE PERSONAS ENCUESTADAS	PORCENTAJE (%)
En el área donde labora	23	46
En un distrito cercano	18	36
En la capital	9	18
TOTAL	50	100

GRAFICA N° 10
LUGAR DE RESIDENCIA ACTUAL



Fuente: EL AUTOR

5. Conoce algún proyecto de vivienda en el área oeste

a. SI

b. NO

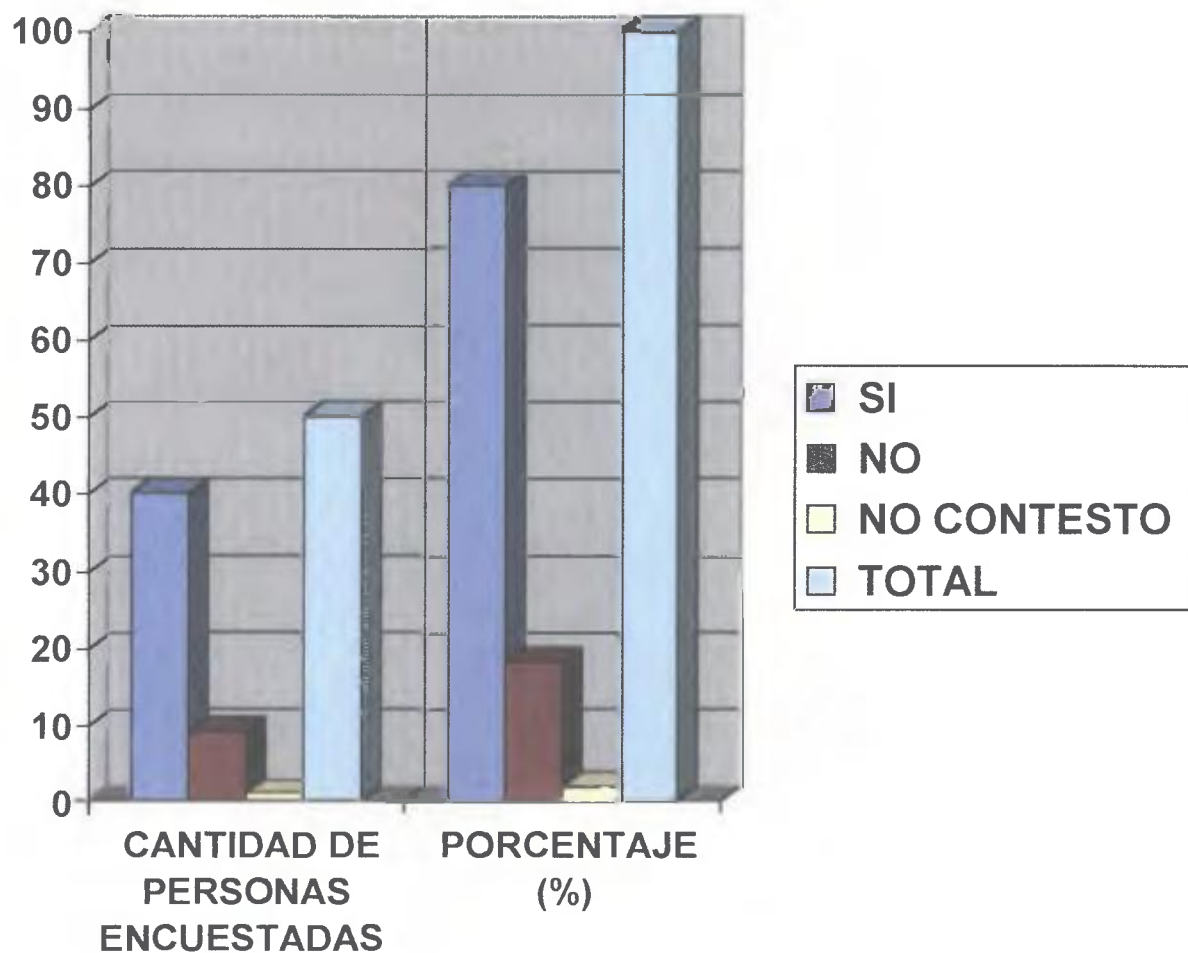
c. NO CONTESTÓ

CUADRO N°12

**CONOCIMIENTOS DE PROYECTOS DE VIVIENDA
EN EL AREA OESTE**

	CANTIDAD DE PERSONAS ENCUESTADAS	PORCENTAJE (%)
SI	40	80
NO	9	18
NO CONTESTO	1	2
TOTAL	50	100

GRAFICA N° 11

**CONOCIMIENTO DE PROYECTOS DE VIVIENDA
EN EL AREA OESTE**

Fuente: EL AUTOR

5.1. Ha tratado de adquirir una vivienda en alguno de esos proyectos?

a. SI

b.NO

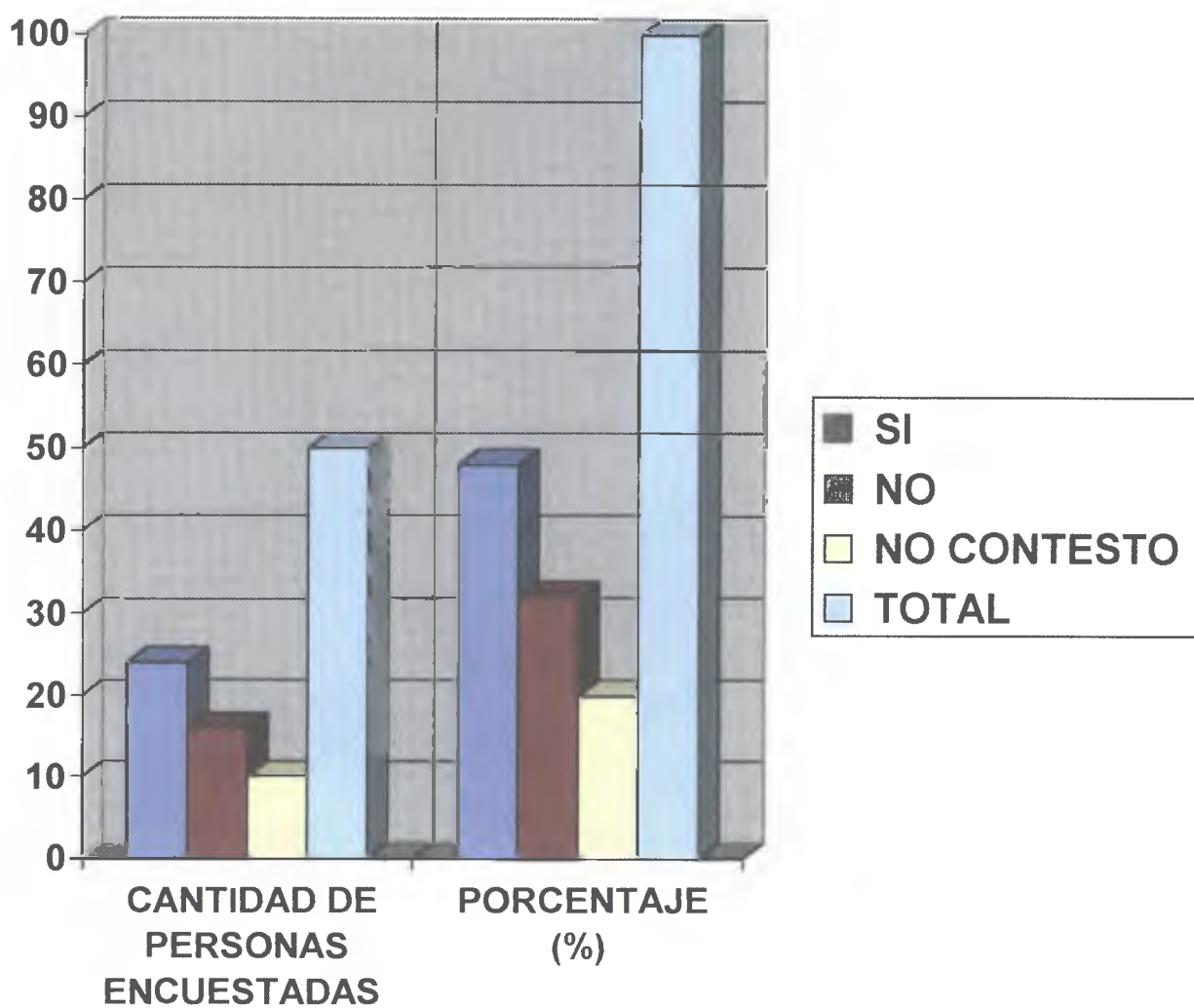
c. NO RESPONDIÓ

CUADRO N°13

**INTENTO DE ADQUISICION DE VIVIENDA EN LOS
PROYECTOS DE VIVIENDA**

	CANTIDAD DE PERSONAS ENCUESTADAS	PORCENTAJE (%)
SI	24	48
NO	16	32
NO CONTESTO	10	20
TOTAL	50	100

GRAFICO N° 12

INTENTO DE ADQUISICION DE VIVIENDA EN LOS
PROYECTOS DE VIVIENDA

Fuente: EL AUTOR

5.2 En cuantas ocasiones:

- a. Una ocasión b. Un par de veces c. Tres o más veces

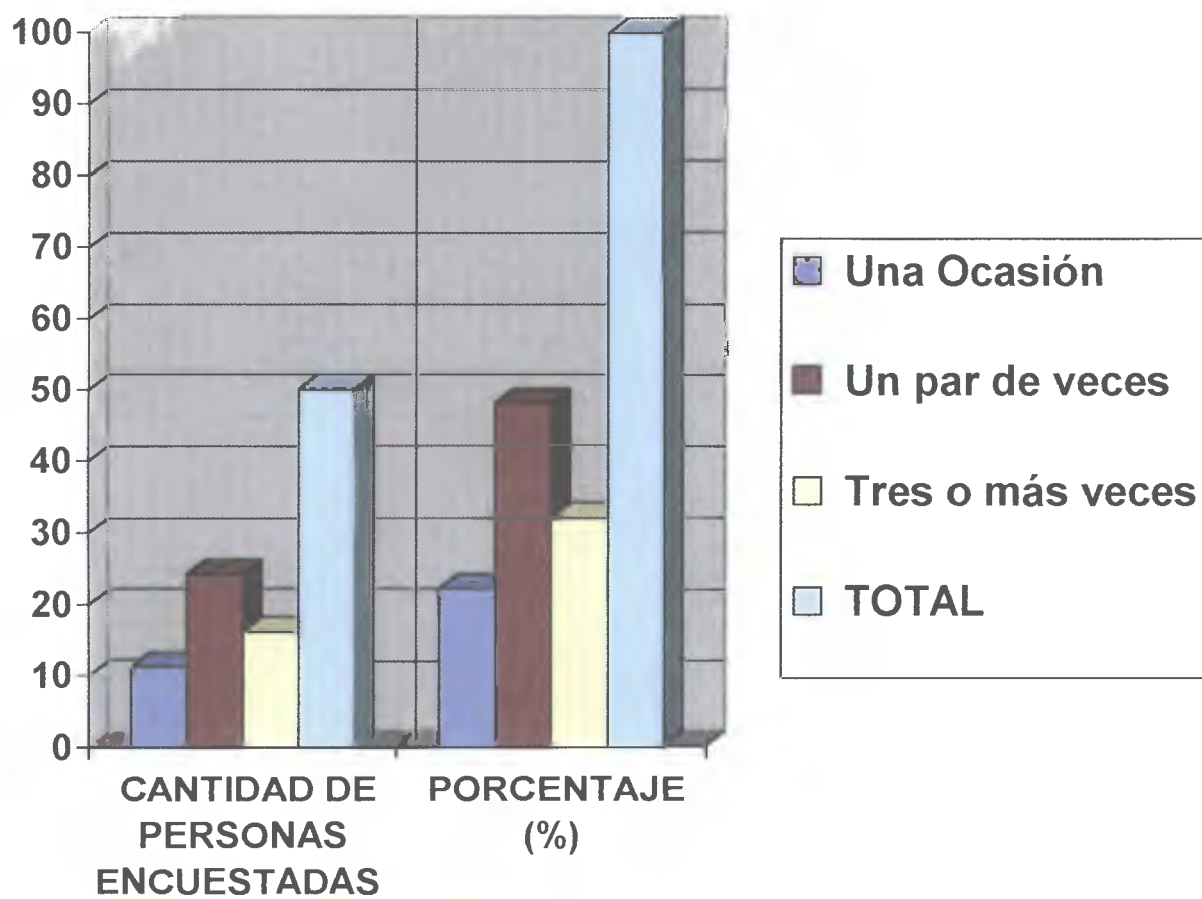
CUADRO N°14

CANTIDAD DE OCASIONES EN QUE HA APLICADO PARA ADQUIRIR UNA VIVIENDA

	CANTIDAD DE PERSONAS ENCUESTADAS	PORCENTAJE (%)
Una Ocasión	11	22
Un par de veces	24	48
Tres o más veces	16	32
TOTAL	50	100

GRAFICA N° 13

**CANTIDAD DE OCASIONES EN QUE HA APLICADO
PARA ADQUIRIR UNA VIVIENDA**



Fuente: EL AUTOR

Los resultados de esta segunda encuesta, tratan sobre las posibilidades que tienen los empleados del Municipio de obtener una vivienda y a la vez, determinar el mercado necesario para poder ubicar los posibles compradores de las soluciones de vivienda. Dentro de ésta, los resultados arrojados señalan que la mayoría de los empleados son permanentes como se describe en el cuadro N° 8 y en la gráfica N°7. Estos empleados en su gran mayoría tienen más de 5 años de laborar en el mismo, tal como se puede apreciar en el Cuadro N° 9 y la Gráfica N°8. Otra de las situaciones que arrojó la encuesta es que más de la mitad de los empleados reside en viviendas alquiladas o con familiares, como se plantea en el Cuadro N°10 y la Gráfica N°9. La mayoría de los funcionarios reside en el distrito y otra parte en la capital, por lo que es posible que muchos opten por residir en el área de trabajo. Esto se detalla en el cuadro N°11 y la Gráfica N°10. Estos funcionarios en su gran mayoría como se presenta en el Cuadro N°12 y la Gráfica N°11, han estado informados de los diferentes proyectos de vivienda del área y tienen los conocimientos de esos proyectos sus facilidades y requisitos necesarios además, muchos de ellos han tratado de adquirir estos tipos de viviendas privadas. Esto se presenta en los Cuadros N°13 y N°14 y las Gráficas N°12 y N°13. Estos resultados nos dicen

que hay un mercado dentro del municipio que puede adquirir nuestro proyecto, así como que nuestras premisas tienen validez.

2.2- Factibilidad Técnica:

Antes de poder iniciar la construcción del proyecto, el patrocinador del mismo debe verificar los procesos de producción, tamaño, localización, organización, calendario y análisis de costo.

Para Sapag y Sapag el estudio técnico.

“... tiene por objeto proveer información para cuantificar el monto de las inversiones y costos de operación pertinentes a esta área.” ³²

El estudio técnico determinará, entre otras cosas los requerimientos de producción o de construcción y el monto de la inversión necesaria, la localización del proyecto y el tamaño del mismo. El proyecto y su estructura se describe en el Anexo 2 (Proyecto de Vivienda Brisas del Alto.). Según la Profesora Carmen de Aguirre, docente de la Carrera de Construcción del INAFORP, quien nos

³² SAPAG, Nassir y Sapag Reinaldo. Preparación y Evaluación de proyectos. México, 1993. Página 30.

proporcionó los costos para las viviendas descritas en el anexo 2, las mismas serían por un monto de B/11,500.00 aproximadamente, pero nos aseguró que al momento de licitar la construcción de las viviendas su precio podría caer a un 10 a 15% menos de este valor, debido al volumen de construcción de las unidades de vivienda.

2.3- Viabilidad Económica

La viabilidad o la factibilidad económica de un proyecto según Sapag y Sapag es:

“...el estudio financiero . Los objetivos de esta etapa son ordenar y sistematizar la información de carácter monetario que proporcionaron las etapas anteriores, elaborar los cuadros analíticos y antecedentes adicionales para la evaluación del proyecto y evaluar los antecedentes anteriores para determinar su rentabilidad.”³³

Las inversiones de los proyectos pueden clasificarse, en terrenos, obras físicas, equipamiento de fábrica y oficinas y capital de trabajo puesta en marcha y otros. Los ingresos de operación se deducen de la

³³ SAPAG Y SAPAG. Op. Cit., página 34.

información de precios y demanda proyectada, calculados en el estudio de mercado. Los costos de operaciones se calculan por información de todos los estudios descritos anteriormente. La evaluación del proyecto se realiza sobre el flujo de caja. Además del costo de operación se debe determinar el costo del capital requerido para el proyecto.

B- PLAN DE FINANCIAMIENTO

El Plan de Financiamiento para proyectos, ya sea privado o público, tiene algunas diferencias, pero son más las razones comunes a de ambos. Cualquier plan de financiamiento de proyectos en general debe tener cinco(5) requisitos principales:

- Garantizar la disponibilidad de suficientes recursos financieros para el proyecto.
- Obtener los fondos necesarios al menor costo posible.
- Reducir al mínimo la exposición de los patrocinadores al riesgo de insolvencia.
- Establecer una política de dividendos que incremente al máximo la tasa de rendimiento de las acciones de los patrocinadores.

- Incrementar al máximo el valor de los beneficios de propiedad derivado del proyecto.

El financiamiento específico requiere un análisis cuidadoso de las fuentes potenciales de fondos en relación con las necesidades de fondos del proyecto, flujo de efectivo disponible y disponibilidad de mecanismos de apoyo crediticio para la deuda.

Según la guía de ILPES :

“... en la presentación del estudio debe empezar por indicar las necesidades totales de capital, desglosada en capital fijo – estudios, patentes, organización, terrenos, equipos e instalaciones- y capital circulante – tanto de disponibilidad de existencias como un margen de liquidez necesario para la operación de la empresa.” ³⁴

El financiamiento de proyectos comienza con la estimación de las necesidades de fondos externos totales. Cabe señalar que nuestro proyecto se realizará con un 90% de financiamiento externo y un 10% de financiamiento que pondrá el municipio o entidad de gobierno (Mano de Obra administrativa, Ingenieros, Terrenos etc).

³⁴ ILPES. Op.Cit. Página 121.

La primera clasificación de las fuentes de financiamiento de un proyecto puede ser:

- Fondos o capital propio o de riesgo
- Fondos o capital de terceros, también capital prestado o deuda.

La característica del capital propio es que los oferentes de fondos, ya sean personas físicas o jurídicas, asumen el riesgo de perderlo si la empresa pierde su patrimonio. El capital propio se canaliza al proyecto mediante aportes directos, o la suscripción e integración de acciones, o por otro tipo de aportes según sean las formas determinadas por las características legales de la sociedad. El origen de este capital puede provenir de ahorros personales, dividendos distribuidos, utilidades de empresas, reservas o amortizaciones, o , en el caso de proyectos públicos, de recursos provenientes del presupuesto general cuyo aporte al proyecto no implique devolución posterior.

El capital prestado o de terceros contribuye al financiamiento del proyecto bajo el compromiso de su devolución posterior, más con los intereses convenidos. Las condiciones de interés, plazos y garantías así como el origen de estos fondos prestados puede ser muy diverso.

La características del proyecto determinará la ventaja de un tipo de financiamiento u otro.

1- Clases de Financiamiento

1.1- El Capital Propio o de Riesgo.

Este tipo de financiamiento el capital propio se integra al proyecto muchas veces sin fijarse las condiciones para su retiro posterior. Su recuperación estará condicionada a los resultados de la inversión, lo mismo que su retribución. Quienes aportan el capital de riesgo ejercen titularidad del patrimonio de la empresa constituida y por regla general participan en las decisiones en proporción a su aporte y al grado de riesgo asumido.

1.2 Inversión Directa Extranjera.

El capital de un proyecto privado puede ser aportado por residentes del exterior, ya sean personas físicas o jurídicas, en particular empresas especializadas en el campo de actividad de proyectos. La inversión extranjera está sujeta a requisitos adicionales a los de los inversionistas nacionales. Hay normas que imponen condiciones o restricciones del gobierno y el énfasis depende de la actitud política frente a la participación externa en el desarrollo.

1.3 Inversión por medio de El capital Prestado o de Terceros.

El capital de un proyecto es aportado por inversionistas, bancos o entidades financieras. Esto a su vez debe retribuirse mediante intereses (tasas activas de interés) que permiten afrontar a su vez los intereses requeridos por estos. Los prestamos pueden ser de corto, mediano o largo plazo según sea el lapso exigido para la devolución.

1.4- Financiamiento de Organismos Internacionales

Este tipo de financiamiento ha sido denominado de fomento o ayuda. Comprende el proveniente del Banco Mundial, El Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y entidades similares. El mismo se caracteriza por sus condiciones más ventajosas que los vigentes en el financiamiento privado o comercial. Los plazos y tasas de interés varían según sea el destino del préstamo y el grado de desarrollo del país.

1.5- Financiamiento de la Banca Comercial.

Los bancos participan en el financiamiento de proyectos de inversión dentro de su operación habitual. Este tipo de financiación requiere de garantías y compromisos de la empresa. El financiamiento de proyectos de inversión requiere de un crédito de características

distintas del de corto plazo. Ciertos bancos, denominados de inversión, se han orientado al financiamiento de inversiones , incorporando una capacidad profesional de análisis y financiación de proyectos.

1.6- Financiamiento mediante Emisiones de Obligaciones.

Este tipo de financiamiento es más aplicable a programas de inversión de empresas medianas y grandes y entes públicos. El emisor establece las condiciones de las obligaciones que comprenden: moneda de emisión y pago, intereses, plazos, periodicidad de los pagos de intereses y amortizaciones, como total de la emisión, identificación del ente emisor, garantías, convertibilidad en acciones, bancos y entidades fiduciarias, y toda otra información de interés para la adquisición o exigida por la Ley. Este tipo de financiación es de largo plazo. La devolución del capital se puede convenir íntegramente al vencimiento del título, o mediante amortizaciones escalonadas cuyo pago se realiza contra la entrega de cada uno de los cupones adheridos al título. No existe una característica uniforme en las garantías que respaldan una emisión de obligaciones. En caso de los gobiernos locales y el gobierno central, este último respalda la emisión mediante el dictado de una norma legal, que respalde ampliamente al tenedor.

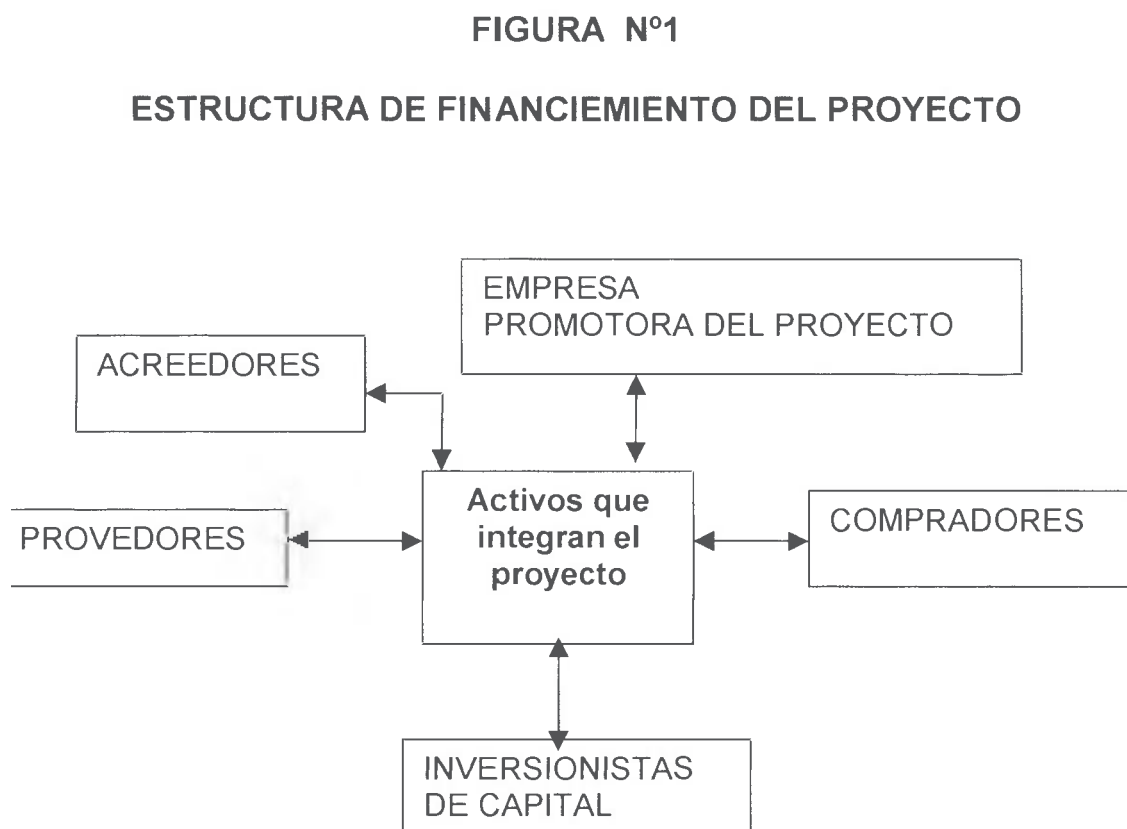
Es posible otorgar garantías similares a los de la hipoteca, de carácter flotante, sobre todos los bienes muebles e inmuebles de la sociedad emisora.

La emisión de obligaciones puede hacerse en el mercado interno o nacional, o en el mercado internacional. Constantemente se ofrecen emisiones de bonos emitidos por gobiernos, empresas públicas y privadas. La emisión de obligaciones puede o no estar relacionada con un proyecto de inversión. En gran parte de los casos se trata de un recurso de financiamiento global para atender necesidades de la entidad emisora o mejorar el perfil de la deuda.

2. Proceso de Financiamiento del Proyecto

En figura siguiente se estructura el financiamiento y los elementos financieros que intervienen en el proyecto. En éste se observa claramente que el proyecto de vivienda consta con los activos que integran el mismo, como lo son: el globo de terreno, el efectivo, las viviendas y demás.

El proyecto tiene la estructura de financiamiento siguiente:



FUENTE: ELABORADO POR EL AUTOR

C- ESTRUCTURA DE LA EMPRESA MUNICIPAL COMO GESTORA DEL PLAN DE VIVIENDA

El proyecto de desarrollo de vivienda, bajo el financiamiento de Bonos Municipales, estará estructurada como una empresa de autogestión, en la cuál generará sus propios fondos, sin dejar de ser parte de la entidad municipal.

La estructura de organización de un proyecto como se proyecta en los diferentes medios económicos va a ser determinante dependiendo del tipo de empresa que sea; pudiendo ser una sociedad anónima, una compañía de responsabilidad limitada o una sociedad en nombre colectivo. Nuestro proyecto no tiene ninguno de estos rasgos de tipo empresarial, sino que el mismo será un proyecto administrado por un ente gubernamental, pero con un rasgo independiente, que se manejará de forma autónoma dentro del mismo municipio.

Par lograr que nuestro proyecto tenga una viabilidad de ejecución determinante, el ente gestor del proyecto creará una sección exclusivamente para el proyecto. Este a su vez deberá contar con un mínimo de un Administrador del Proyecto, un Ingeniero , una secretaria, un ayudante de contabilidad para llevar todo lo concerniente al proyecto y un ayudante para el apoyo a esta sección. Esta sección especial

conformada para el proyecto contempla las funciones de la Administración, Organización, Coordinación y Control de los todos los aspectos concernientes al proyecto. Este mismo se encargará con la sección de Ingeniería Municipal, conformar los pliegos de cargo para la Licitación de la Construcción de las soluciones de vivienda, con miras a la implementación del Proyecto. Adicional tendrá que establecer un plan de estrategia para la colocación y venta de las soluciones de vivienda en el área gubernamental y local. Esta sección conjuntamente con los más altos funcionarios municipales deberá garantizar mediante acuerdos con los entes financieros (Bancos, Financieras y compañías Hipotecarias) la disponibilidad de servir como instituciones de financiamiento para las personas que quieran adquirir las viviendas. En síntesis el mecanismo sería que los Bancos locales e Instituciones Hipotecarias tendrían la disponibilidad de financiar al cliente las viviendas una vez seleccionada en la entidad o municipio y serian indirectamente promotores del Proyecto.

Esta sección tendría que ver exclusivamente con la construcción de las viviendas por eso la incorporación de un Ingeniero Civil, para garantizar la calidad de las construcción, e indistintamente una supervisión externa que hace la Contraloría General de la República.

Esta sección deberá servir como punto de solución de problemas que se generen durante la vida del proyecto. Para ello se comprará equipo de oficina, computadoras, impresoras, copiadoras, escáner y un vehículo para el proyecto. Todo este equipo inicialmente pertenecerá al proyecto, pero una vez concluido pasará manos del municipio que lo ubicará de la mejor manera posible.

El personal que laborará en el proyecto y contratado tendrá funciones específicas en la sección, pero se considerará como funcionario del municipio y una vez terminado el proyecto, o no se necesite más en este se reubicará. El personal en esta sección tendrá funciones por aproximadamente por tres años. En este el Ingeniero y el ayudante tendrían funciones por un periodo de al menos dos años; en cambio el administrador, la secretaria y el ayudante de contabilidad un año más. Esto se debe que en el año 3 el proyecto estaría todo vendido y en el año 4 se estarían haciendo los ajustes necesarios al mismo. El pago de los salarios de estos funcionarios será efectiva por parte del municipio, ya que serán funcionarios que formarán parte de este y estarán dentro del presupuesto general del mismo.

La creación de esta sección estará condicionada primordialmente a la aprobación por parte, primero del Consejo municipal, que deberá aprobar mediante Acuerdo Municipal el proyecto. Seguidamente se

harán las consultas al Ministerio de Economía y Finanzas para la inserción al presupuesto del Estado como garante necesario para una Emisión de Bonos del Estado y a la Contraloría General de la República la viabilidad y supervisión del Proyecto y de la Emisión de los Bonos Municipales. Luego de contar con estas aprobaciones deberá el municipio emitir un Acuerdo Municipal General sobre las condiciones de la Emisión de los Bonos como lo son, duración del proyecto, tasa de interés, respaldo de los Bonos y utilización de los ingresos de los mismos. Además de su colocación en el mercado a través del Mercado Primario y Secundario, utilizando la Bolsa de Valores de Panamá. Luego de esto conformaremos nuestra sección para la iniciación del Proyecto.

D- FUENTES DE FONDOS Y FLUJO DE EFECTIVO

1. Fuentes de Fondos

Los inversionistas de un proyecto tienen la opción de financiarlo de muchas formas, a través de aportación directa por parte de los dueños o de la empresa, por medio de deuda o préstamo bancario o Emisión de Bonos y/o acciones.

Nuestro proyecto tiene definido inicialmente nuestra estructura de financiamiento a través de la Emisión de Bonos

Municipales, para obtener los recursos necesarios para la creación, puesta en marcha y finalización del Proyecto.

Nuestras fuentes de fondos son provenientes de la Emisión de Bonos, que corresponde a un 90% del Proyecto y un 10% que de la empresa gestora, en este caso el Municipio. Este 10% es un costo que involucra en parte una erogación, y una asignación de funciones para poder llevar a cabo la Administración del Proyecto. Este 10% incluye la contratación de un Administrador, un Ingeniero exclusivamente para el proyecto pero con la salvedad de poder apoyar a Ingeniería Municipal, 1 secretaria, un oficinista, un ayudante de Contador. Este personal no solo es necesario durante el proyecto sino que, una vez finalizado el mismo se ubicaría en funciones de soporte, para hacerle frente al déficit administrativo en cuanto a funcionarios en el mismo.

La estructura de los inversionistas de capital de un proyecto no gubernamental implica cuatro áreas:

- Organización y capitalización de la Empresa,
- Administración y control del proyecto.
- Estructuración de las normas del capital para evitar desacuerdos entre los promotores y los inversionistas.
- Disolución de la Empresa

En la mayoría de los financiamientos de estos proyectos, al momento que tienen que organizar y capitalizar la empresa hay que considerar:

- El monto del proyecto o presupuesto de este y adicional los requerimientos iniciales necesarios para garantizar la conformación del proyecto en su parte inicial y de los fondos suficientes para completar el proyecto.
- El grado de complejidad requerida para comprender la emisión de valores, si es el caso, para la obtención de fondos;
- Obtener la calificación de grado de inversión de buena calidad con el objeto de obtener una amplia aceptación entre los compradores de valores de deuda ofrecida al público inversionista.

2. Flujo de Efectivo

El flujo de efectivo es una de las herramientas importantes para el conocimiento anticipado del comportamiento de los ingresos y egresos en la vida del proyecto y de las disponibilidades o necesidades de financiación. Este es la representación de las entradas y salidas de efectivo que se efectuarán durante la vida del proyecto.

El flujo de efectivo está compuesto por partidas que tienen las siguientes características:

- Generan efectivo las ventas que se realizan.
- La recuperación de la cartera por ventas a crédito
- La recuperación de la inversión al finalizar el proyecto.
- Los préstamos extraordinarios por financiación de las operaciones durante la ejecución del proyecto.
- El aporte en efectivo
- Los rendimientos de los Títulos Valores en inversiones a corto y largo plazo.
- Las inversiones en instituciones a corto y largo plazo
- La compra de propiedad, planta y equipo.
- Los pagos por concepto de gastos y cargos diferidos.
- La amortización de los préstamos extraordinarios y los intereses.
- El pago de dividendos y participaciones
- El pago de impuestos de renta y complementarios
- Todo pago en efectivo, afecta el flujo de efectivo.

No afectan el flujo de efectivo:

- Los ingreso recibidos

- Los costos y gastos causados y no pagados
- Las depreciaciones, provisiones y amortizaciones.
- La creación y cancelación de reservas.

La función principal del flujo de efectivo, es de mostrar la liquidez o el déficit, para buscar oportunamente las fuentes de financiamiento extraordinarias para el proyecto tenga vía libre en sus operaciones.

Para nuestro proyecto los pasos a determinar son los siguientes:

- Estimar los flujos de efectivo futuros anticipados del proyecto.
Esto es como estimar los pagos de cupones de un Bono o el pago de dividendo de una acción y el valor al vencimiento o el precio de venta terminal.
- Evaluar el riesgo y determinar una tasa de rentabilidad requerida (costo de capital) para descontar los flujos de efectivo futuros anticipados.
- Calcular el valor presente de los flujos de efectivo futuros anticipados.
- Determinar los costos del proyecto y compararlo con el valor del proyecto. Si el proyecto vale más que lo que cuesta, es decir tiene un valor presente positivo, vale la pena emprenderlo.

Nuestro proyecto tendrá una vida estimada de 4 a 5 años y en los cuales, tendremos erogaciones para el pago o financiamiento de la deuda o Valores Emitidos. Posteriormente veremos que nuestro proyecto necesita de 90% de fondos externo y 10 % de fondos internos que provienen de la entidad gestora.

La información recabada con las personas idóneas en la construcción, establecen que una vivienda debe generar para la persona que la vende entre un 30% a 40% de rentabilidad. Así como vemos en el Anexo N°7, sobre la Vivienda de Bajo Costo, podemos decir que el costo de la vivienda barata elaboradas por un Empresa privada esta dentro del rango de B/. 9,000.00 y B/ 12,000.00, ya que el precio de venta fluctúa entre B/ 15,500.00 y B/ 18,000.00. Nuestro proyecto tendrá un costo aproximado de entre B/ 7,500.00 y B/ 8000.00 Balboas. Esto obedece que algunos de los trabajos a realizar, como lo son movimiento de tierra, levantamiento topográfico, costos municipales, no son erogaciones reales, sino que la entidad gestora cuenta con los mecanismos necesarios para realizarlos. El plano del proyecto, será el mismo para la construcción de las 100 casas, y utilizaremos el plano del Proyecto Parvis (Ver Anexo N°4) del Ministerio de Vivienda, que establece viviendas económicas.

E proyecto Total se realizará de la siguiente manera:

- 1) Planificación del Proyecto
- 2) Obtención de Recursos
- 3) Construcción de Viviendas.
- 4) Ventas de Viviendas
- 5) Utilidades del proyecto
- 6) Utilización de los Beneficios en proyectos alternos de la Entidad.

El proyecto real de nuestro trabajo es la de Planificación y la Obtención de recursos para el proyecto, y de la Rentabilidad para la entidad Municipal.

La obtención de los recursos, es la parte central, y en la que hay que determinar cual es el Monto del proyecto y así elaborar la cantidad de Valores Negociables para sufragar el proyecto, en este caso la Emisión de los Bonos Municipales.

Para determinar los costos esenciales mínimos la Profesora Carmen de Aguirre nos ayudó a determinar el costo y a confeccionar el siguiente cuadro de costos para las viviendas:

CUADRO N° 15

DESGLOSE DE PRECIOS DEL PROMEDIO DE LA EMPRESA

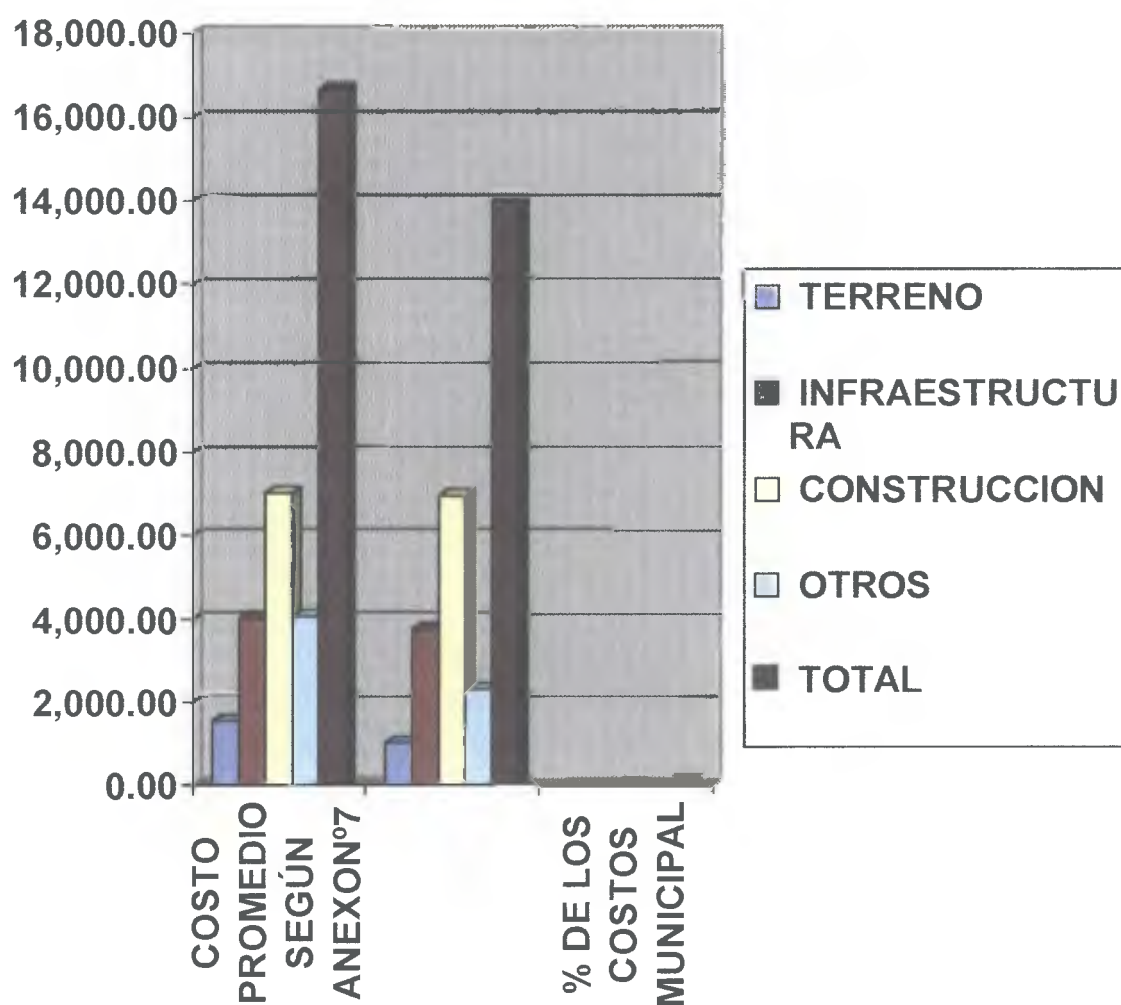
PRIVADA Y DEL PROYECTO MUNICIPAL

	COSTO PROMEDIO SEGÚN ANEXON°7 BALBOAS(B/.)	COSTOS PARA LA ENTIDAD GESTORA BALBOAS(B/.)	% DE LOS COSTOS MUNICIPAL
TERRENO	1,533.00	1000.00	5.6
INFRAESTRUCTURA	4,019.00	3,760.00	26
CONSTRUCCION	7,015.00	6,945.00	51.4
OTROS	4,066.00	2,295.00	17
TOTAL	16,660.00	14,000.00	100

FUENTE: Prof. Carmen de Aguirre y Antonio A. Aguilar

GRAFICA N° 14

DESGLOSE DE PRECIOS DEL PROMEDIO DE LA EMPRESA PRIVADA Y DEL PROYECTO MUNICIPAL



FUENTE: Prof. Carmen de Aguirre y Antonio A, Aguilar

Para el proyecto se estimó que el lote de terreno será de 250 mt² A B/ 4.00 el metro; y estimamos que el costo de la vivienda en 18% a 20% menos que sería de B/ 14,000.00, para el público. En base al conocimiento de estos valores levantamos el cuadro anterior y la distribución la hicimos tomando para la infraestructura el segundo valor más bajo del presentado en el anexo N°7, para otros también tomamos el segundo valor más bajo y lo que faltaba se lo adicionamos a la construcción, es este el aspecto más fuerte del proyecto. De este cuadro podemos deducir el costo para el generador del proyecto, y para ello levantamos el siguiente cuadro:

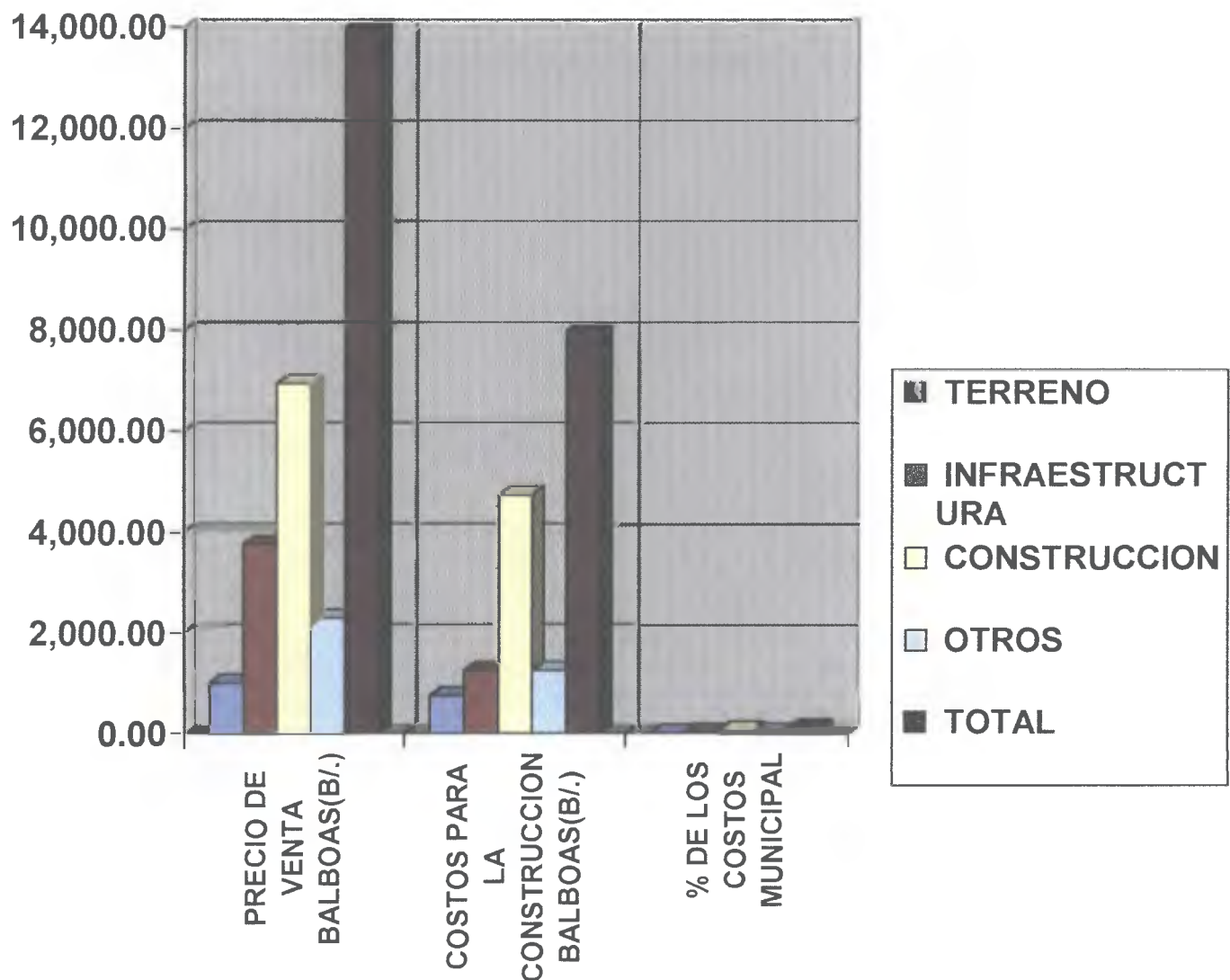
CUADRO N° 16
COSTO DEL PROYECTO PARA LA ENTIDAD MUNICIPAL

	PRECIO DE VENTA BALBOAS(B/.)	COSTOS PARA LA CONSTRUCCION BALBOAS(B/.)	% DE LOS COSTOS MUNICIPAL
TERRENO	1000.00	750.00	9.4
INFRAESTRUCTURA	3,760.00	1,250.00	15.6
CONSTRUCCION	6,945.00	4500.00	56.3
OTROS	2,295.00	1,500.00	18.7
TOTAL	14,000.00	8,000.00	100

FUENTE: Prof. Carmen de Aguirre y Antonio A. Aguilar

GRAFICA N°15

COSTO DEL PROYECTO PARA LA ENTIDAD MUNICIPAL



FUENTE: Prof. Carmen de Aguirre y Antonio A. Aguilar

Estos costos son aproximados y los mismos pueden variar al momento de hacer la licitación del proyecto. Podemos observar que los porcentajes de la Tabla N°16 están dentro del rango mínimo del Anexo N°7.

De este cuadro podemos determinar la utilidad bruta de la construcción de una vivienda.

$$\text{Utilidad Bruta} = \text{Precio de venta} - \text{Costo de la Vivienda}$$

$$\text{Utilidad bruta} = 14000 - 8000$$

$$\underline{\underline{\text{U.B.} = \text{B/. 6000.00.}}}$$

Suponiendo un aumento en los costos de un 10% tendremos que la Utilidad Bruta será de :

$$\text{U.B.} = 14000 - (8000 + 8000 \cdot 0.10)$$

$$\text{U.B.} = 14000 - 8800$$

$$\underline{\underline{\text{U.B.} = \text{B/ 5,200.00}}}$$

Para nuestro proyecto optimista podría haber un descenso en los costo de nuestro proyecto, que puede descender 10% y tendremos que la utilidad bruta será:

$$\text{U.B.} = 14000 - (8000 - 8000 \cdot 0.10)$$

$$\text{U.B.} = 14000 - 7200$$

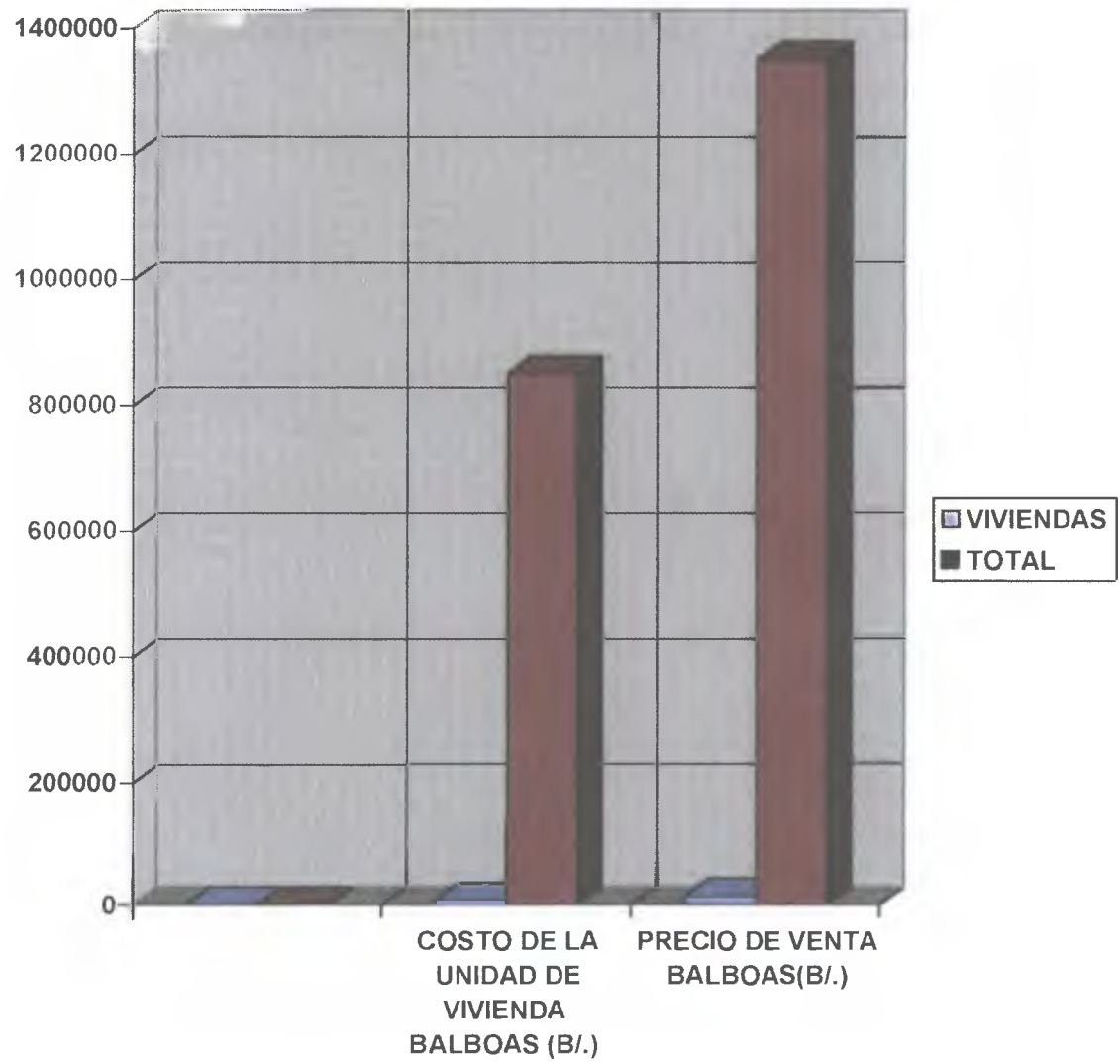
$$\underline{\underline{\text{U.B} = \text{B/6,800.00}}}$$

Dentro del análisis utilizaremos el segundo pronóstico, en el cual no habrá una variación y de esta información podemos calcular el costo inicial del proyecto a financiar las 100 unidades de vivienda. Esto se plasma en el siguiente cuadro y gráfica.

CUADRO N° 17
COSTO DE LAS UNIDADES DE VIVIENDA

	CANTIDAD	COSTO DE LA UNIDAD DE VIVIENDA BALBOAS (B/.)	PRECIO DE VENTA BALBOAS(B/.)
VIVIENDAS	100	8,000	14,000
TOTAL	100	800,000	1,400,000

GRAFICA N°16
COSTO DE LAS UNIDADES DE VIVIENDA



FUENTE: EL AUTOR

De la tabla N°17, como podemos apreciar en la Gráfica N°16, el monto a financiar a través de los Bonos Municipales sería de B/.800,000.00 (100casas por B/ 8,000.00)., lo que corresponde a un 90% del proyecto de fondos externos y un 10% a fondos internos que se detallarán posteriormente.

Ahora bien, podemos definir otros gastos que emergen del proyecto; entre los gastos adicionales, que son necesarios para el proyecto, podemos señalar los siguientes:

- Salario del Administrador del Proyecto B/.600.00
- Salario del ingeniero del proyecto B/ 1,200.00
- Salario de una secretaria B/. 300.00
- Ayudante de Contabilidad. B/350.00
- Ayudante de Oficina y Chofer B/ 350.00
- Equipo de Computadora B/1,200.00
- Copiadora B/.1000.00
- Fax, Impresora, Escáner B/.1,000.00
- Un pick-up doble cabina. B/.15,000.00

Los gastos de salarios anuales son los siguientes: (600 +1200 +300 + 350 +350 =2800); $12 \times 2800 =$ B/.33,600

Gastos de Salarios Anuales = B/33,600.00

El Costo Total del proyecto es de $B/800,000.00 + B/33,600.00 + B/18,200.00 + B/33,600.00 + B/15,000.00$

$$\mathbf{C.T.P. = B/900,400.00}$$

Los desembolsos que hay que hacer del cupón de los bonos son los siguientes:

Se emitirán dos tipos de Bonos cuya diferencia será el monto del Principal, distribuidos de la siguiente manera:

SERIE A:

MONTO TOTAL = B/ 510,000.00

Valor de cada Bono = B/.10,000.00

Número total de Bonos = 51 Bonos

Vencimiento: 5 años

Tasa de Interés : 6% anual

Pago de Interés del Cupón: Anual

Cantidad a emitir : 51 Bonos

SERIE B:

MONTO TOTAL = B/ 300,000.00

Valor de cada Bono = B/.5,000.00

Número total de Bonos = 60 Bonos

Vencimiento: 5 años

Tasa de Interés : 6% anual

Pago de Interés del Cupón: Anual

Cantidad a emitir : 60 Bonos

El interés de cupón a pagar cada año sería de $B/810,000 \times .06 =$

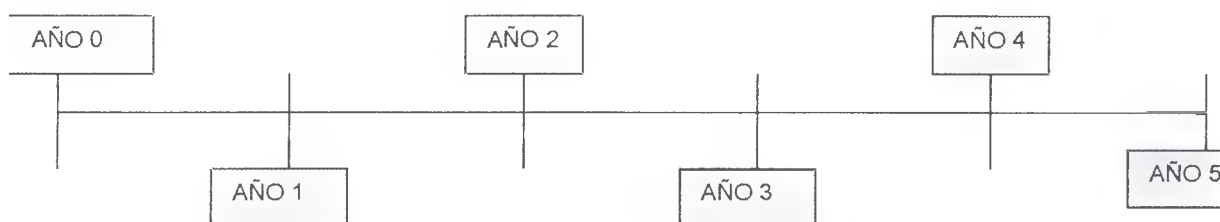
B/48,600.00 anuales.

El proyecto tiene una emisión de deuda que equivale al 90% y la inversión de la Entidad municipal es de 10% del costo total del proyecto.

Seguidamente tenemos el diagrama de actividades proyectadas para el proyecto:

FIGURA N°2

DIAGRAMA DE ACTIVIDADES DEL PROYECTO



LEYENDA:

Año 0 hasta Año 1

- Elaboración de tramite para su Aprobación, ante todas las partes o instancias para asegurar la aprobación del proyecto por el Gobierno central,

- Elaboración de los pliegos de Cargos para la Licitación del Proyecto.
- Promulgación en la Gaceta Oficial del acuerdo Municipal de aprobación de la Emisión de Valores y del Proyecto en mención.

Año 1 hasta el Año 2:

- Luego de la aprobación, se procede a la Emisión de los Valores (Bonos Municipales)
- Venta de los Valores mediante el Mercado Primario y Secundario a través de la Bolsa de Valores.

Año 2 hasta el Año 3:

- Construcción del proyecto (50 casas)
- Venta de las casas.

Año 3 hasta el Año 4:

- Construcción de la segunda etapa (50 casas)
- Entradas de efectivo de la venta de la Primera Etapa.

Año 4 hasta Año 5:

- Entradas de Efectivo de la venta de la Segunda Etapa.
- Pago al vencimiento de los Bonos.

FUENTE: EL AUTOR.

El flujo de efectivo del proyecto podemos diagramarlo y utilizaremos la siguiente convención de signos:

Entradas de Efectivo lo representaremos como:

Flecha hacia Arriba



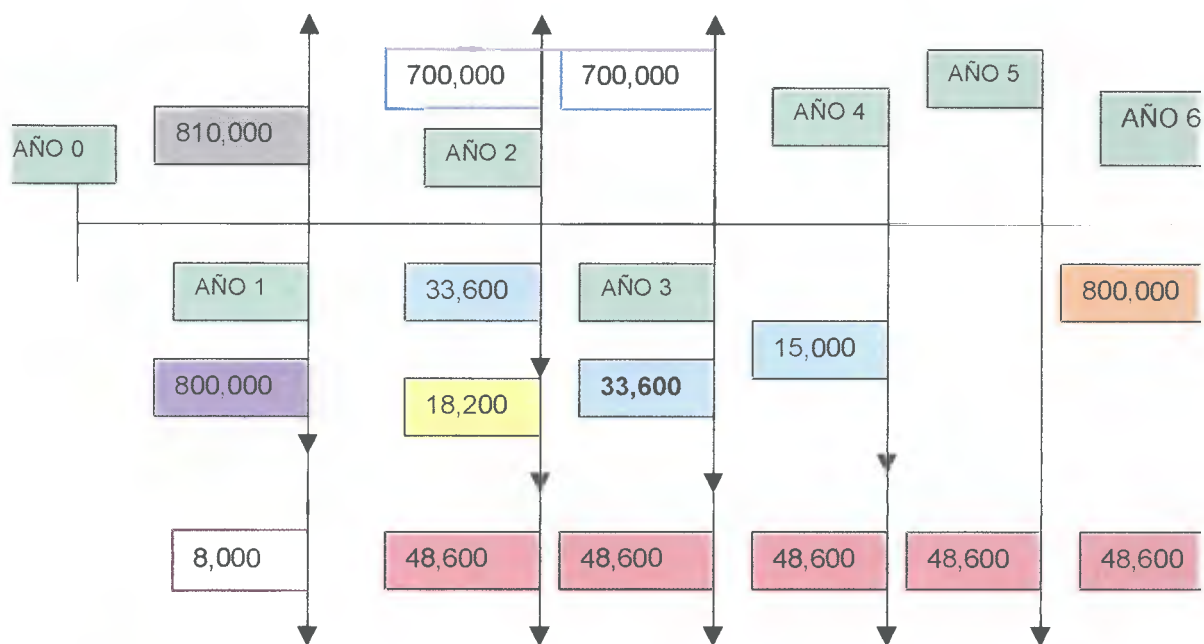
Salidas de Efectivo lo representaremos como:

Flecha hacia Abajo



El diagrama quedaría de la siguiente manera después de analizar el diagrama de Actividades del Proyecto:

FIGURA N°3
ESQUEMA DEL DIAGRAMA DE FLUJOS DE EFECTIVO
DEL PROYECTO



LEYENDA:

- PAGO DE CONSTRUCCION DE VIVIENDAS
- GASTOS DE SALARIOS ANUALES
- ACTIVOS NECESARIOS AL INICIO DEL PROYECTO
- PAGOS DE CUPON DEL BONO ANUAL
- INGRESOS POR VENTAS DE VIVIENDAS
- PAGO A LOS INVERSIONISTAS TENEDORES DE BONOS
- MONTO SUMINISTRADO POR LOS INVERSIONISTAS
- GASTOS FINANCIEROS DE EMISION DE BONOS

FUENTE: EL AUTOR

Para determinar si este proyecto es rentable utilizaremos varios escenarios para el análisis, en los cuáles calcularemos el Valor Presente neto (VAN), Tasa Interna de Retorno (TIR) y la relación Beneficio/ Costo (B/C).

El proyecto tiene una inversión Inicial que será de B/.800,000.00, lo cual esperamos recuperar en 5 años y obtener una rentabilidad del 10%. El equipo y el auto tiene un vida de 5 años y se depreciará por el método de línea recta y se donará al municipio por su valor en libros.

$$\text{Depreciación anual} = 18,200 / 5 = 3640.$$

$$\text{Valor en Libros: } 3640 \times 2 \text{ años} = \mathbf{7,280}$$

Los gastos financieros de Emisión de Bonos tiene un estimado de 0.90625% del total de la emisión, como se detalla en el Anexo N°12.

Para ello el proyecto generará el siguiente flujo de beneficios que se detalla en la siguiente tabla:

TABLA N°8
FLUJO FINAL DE EFECTIVO DEL PROYECTO

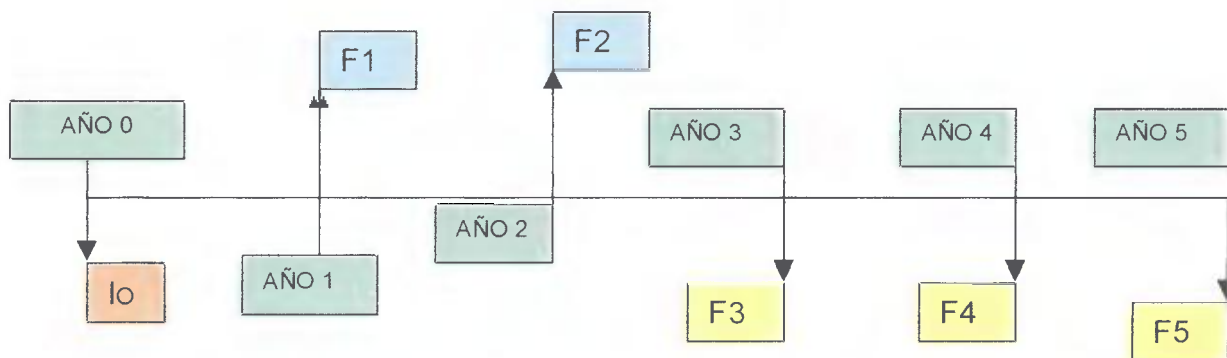
AÑO (F)	INVERSION B/.	BENEFICIOS B/.	DESEMBOLSOS B/.	Diferencia Neta
0	(802,000)			-802,000
1		700,000	100,400	599,600
2		700,000	82,200	617,800
3		VR= 7,280	63,600	-56,320
4			48,600	-48,600
5			48,600	-48,600
TOTAL	(802,000)	1,400,000	-343,400	+254,600

Fuente : EI AUTOR

➤ **PRIMER ESCENARIO:**

- Bono a 5 años
- Tasa de Cupón = 6%
- Tasa de Descuento = 10%
- Duración del proyecto 5 años.

DIAGRAMA DE FLUJOS DE EFECTIVO:



- $I_0 = -802,000$
- $F_1 = 599,600$
- $F_2 = 617,800$
- $F_3 = -56,320$
- $F_4 = -48,600$
- $F_5 = -48,600$

De este flujo podemos calcular el VAN como a continuación presentamos:

VALOR ACTUAL NETO (VAN)

$$VAN = -I_0 + F_1/(1+i) + F_2/(1+i)^2 + F_3/(1+i)^3 + F_4/(1+i)^4 + F_5/(1+i)^5$$

$$VAN = -802,000 + 599,600/(1+.10) + 617,800/(1+.10)^2 + (-56,320)/(1+.10)^3 + (-48,600)/(1+.10)^4 + (-48,600)/(1+.10)^5 =$$

$$VAN = -802,000 + 949,984.14$$

$$VAN = B/. \underline{147.984.14}$$

TASA INTERNA DE RETORNO (TIR)

$$I_0 = + F_1/(1+i) + F_2/(1+i)^2 + F_3/(1+i)^3 + F_4/(1+i)^4 + F_5/(1+i)^5$$

$$802,000 = 599,600/(1+i) + 617,800/(1+i)^2 - 56,320/(1+i)^3 - 48,600/(1+i)^4 - 48,600/(1+i)^5 =$$

$$TIR = \underline{26.03\%}$$

La razón Beneficio costos será igual a :

$$B/C = 949,984.14 / 802,000 = 1.18$$

$$B/C = \underline{1.18}$$

De los resultados podemos elaborar la siguiente Tabla :

TABLA N°9
EVALUACION DEL PROYECTO: ESCENARIO 1

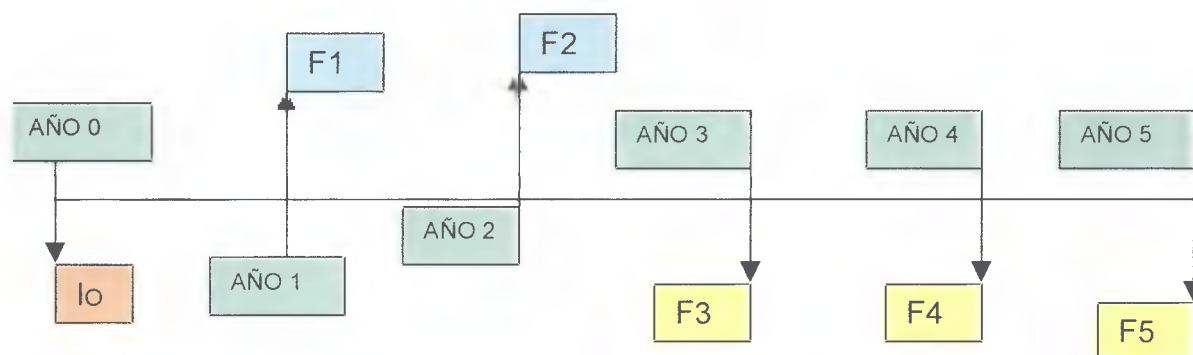
	METODO	RESULTADO	EVALUACION
1	VAN	147,984	MUY BUENA
2	TIR	26.03%	MUY BUENA
3	B/C	1.18	MUY BUENA

FUENTE: EL AUTOR

➤ **SEGUNDO ESCENARIO:**

- Bono a 5 años
- Tasa de Cupón = 6%
- Tasa de Descuento = 15%
- Duración del proyecto 5 años.

DIAGRAMA DE FLUJOS DE EFECTIVO:



- $I_0 = -802,000$
- $F_1 = 599,600$
- $F_2 = 617,800$
- $F_3 = -56,320$
- $F_4 = -48,600$
- $F_5 = -48,600$

De este flujo podemos calcular el VAN como a continuación presentamos:

VALOR ACTUAL NETO (VAN)

$$VAN = -I_0 + F_1/(1+i) + F_2/(1+i)^2 + F_3/(1+i)^3 + F_4/(1+i)^4 + F_5/(1+i)^5$$

$$VAN = -802,000 + 599,600/(1+.15) + 617,800/(1+.15)^2 + (-56,320)/(1+.15)^3 + (-48,600)/(1+.15)^4 + (-48,600)/(1+.15)^5 =$$

$$VAN = -802,000 + 899,555.55$$

$$VAN = B/. \underline{97,555.55}$$

TASA INTERNA DE RETORNO (TIR)

$$I_0 = + F_1/(1+i) + F_2/(1+i)^2 + F_3/(1+i)^3 + F_4/(1+i)^4 + F_5/(1+i)^5$$

$$802,000 = 599,600/(1+i) + 617,800/(1+i)^2 - 56,320/(1+i)^3 - 48,600/(1+i)^4 - 48,600/(1+i)^5 =$$

$$TIR = \underline{26.03\%}$$

La razón Beneficio costos será igual a :

$$B/C = 899,555.55 / 802,000 = 1.12$$

$$B/C = \underline{1.12}$$

De los resultados podemos elaborar la siguiente Tabla :

TABLA N°10
EVALUACION DEL PROYECTO ESCENARIO 2

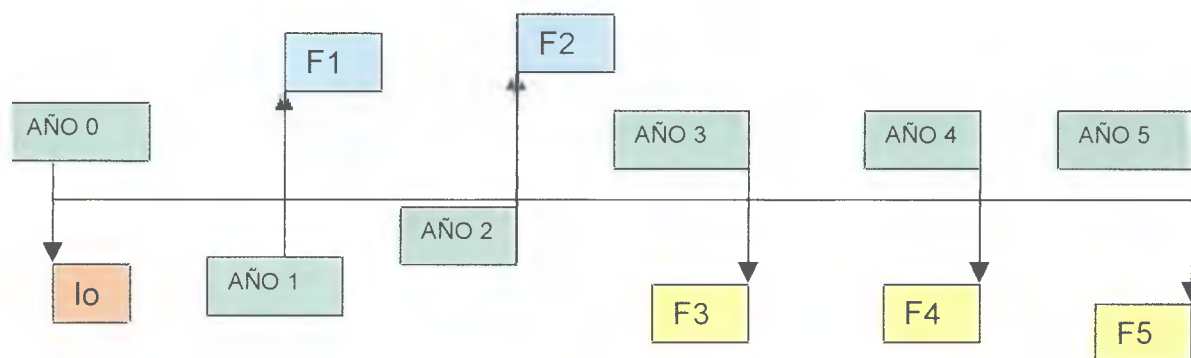
	METODO	RESULTADO	EVALUACION
1	VAN	97555.55	MUY BUENA
2	TIR	26.03%	BUENA
3	B/C	1.12	BUENA

FUENTE: EL AUTOR

➤ **TERCER ESCENARIO:**

- Bono a 5 años
- Tasa de Cupón = 6%
- Tasa de Descuento = 25%
- Duración del proyecto 5 años.

DIAGRAMA DE FLUJOS DE EFECTIVO:



- $lo = lo = -802,000$
- $F1 = 599,600$
- $F2 = 617,800$
- $F3 = -56,320$
- $F4 = -48,600$
- $F5 = -48,600$

De este flujo podemos calcular el VAN como a continuación presentamos:

VALOR ACTUAL NETO (VAN)

$$VAN = -I_0 + F_1/(1+i) + F_2/(1+i)^2 + F_3/(1+i)^3 + F_4/(1+i)^4 + F_5/(1+i)^5$$

$$VAN = -802,000 + 599,600/(1+.25) + 617,800/(1+.25)^2 + (-56,320)/(1+.25)^3 + (-48,600)/(1+.25)^4 + (-48,600)/(1+.25)^5 =$$

$$VAN = -802,000 + 810,404.35$$

$$VAN = B/. \underline{8,404.35}$$

TASA INTERNA DE RETORNO (TIR)

$$I_0 = + F_1/(1+i) + F_2/(1+i)^2 + F_3/(1+i)^3 + F_4/(1+i)^4 + F_5/(1+i)^5$$

$$802,000 = 599,600/(1+i) + 617,800/(1+i)^2 - 56,320/(1+i)^3 - 48,600/(1+i)^4 - 48,600/(1+i)^5 =$$

$$TIR = \underline{26.03\%}$$

La razón Beneficio costos será igual a :

$$B/C = 810,404.35 / 800,000 = 1.01$$

$$B/C = \underline{1.01}$$

De los resultados podemos elaborar la siguiente Tabla :

TABLA N°11
EVALUACION DEL PROYECTO ESCENARIO 3

	METODO	RESULTADO	DECISION
1	VAN	8,404.35	BUENA
2	TIR	26.03%	MUY BUENA
3	B/C	1.01	BUENA

FUENTE: EL AUTOR

De los resultados obtenidos podemos concluir que el proyecto da beneficios, los cuáles nos permiten recomendar que el mismo es viable financieramente, si se requiere una rentabilidad sobre la inversión de un tope no mayor del 26.5 % de rentabilidad, que sería igual a la tasa de retorno del proyecto. Para una rentabilidad mayor el proyecto no sería rentable. De los resultados obtenidos vemos que el proyecto presenta una Valor Actual Neto positivo, y una relación de Beneficio/Costo superior a 1 por lo que el proyecto es rentable y se puede aceptar.

CAPITULO VI
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES

- 1- Los excedentes de recursos son canalizados a través de el Sistema Financiero que a través del Mercado los pone a disposición de los agentes económicos que tienen necesidad de recursos, a través de los llamados “Intermediarios Financieros”, y se lleva pues a cabo la canalización de recursos entre las unidades económicas.
- 2- Un Mercado financiero tiene varias funciones todas de gran importancia, entre ellas la de ser partícipe activo en la distribución de capital escaso, debe también proveer facilidades para la acción de comercialización, suministrar a su vez posibilidades de diversificación y de ahorros en varias escalas, su principal función es, sin embargo, la formación de capitales.
- 3- El sistema financiero está constituido por dos grandes mercados; a saber: El Mercado Monetario también conocido como mercado a corto plazo y el mercado de capitales o bien mercado a mediano o largo plazo.
- 4- El Mercado de Capitales tienen a su vez objetivos específicos, uno es el de permitir que los segmentos de la economía, que necesiten algún tipo de capital para expandirse o para refinanciar deudas, satisfaga la demanda de crédito. Además está

comprobado que los Mercados de Capitales permiten la conversión de los ahorros en inversión.

- 5- Los Bonos son una alternativa de inversión que ofrece el mercado, además poseen capacidad de financiamiento para los emisores
- 6- El valor de un Bono es su valor Presente de todos los flujos futuros, ya sean de la persona que tenga el Bono y de los ingresos que genera el mismo.
- 7- Los Bonos consisten en documentos de crédito (emitido por el gobierno o por una entidad particular), con un plazo determinado de tiempo el cual devenga un interés, los cuáles serán pagados en periodos regulares de tiempo.
- 8- Uno de los factores que posee más influencia en la determinación del precio de un Bono, es la calificación del riesgo de una inversión. Ya que a mayor calificación habrá gran demanda y un aumento del precio de la emisión.
- 9- Los Bonos, como alternativa de inversión, son adquiridos en la República de Panamá porque ofrecen tasas de interés para depósitos bancarios y cuentan con la particularidad de ser convertidos en un periodo de tiempo relativamente corto.
- 10- Los Bonos son emitidos, casi siempre, para la consecución de fondos de manera de comprar o sufragar necesidades (equipos,

expansión de obras, proyectos, etc.), el Estado al emitirlos lo ha venido haciendo con la finalidad de financiar capital de trabajo, proyectos de urbanizaciones, resolución de problemas sociales y/o económicos.

- 11- Los tipos de Bonos son variados, entre ellos los Bonos Nominativos, al portador, en serie, hipotecarios, municipales, agrarios, etc.
- 12- Para que una emisión de Bonos se aprobada por la Junta directiva de una empresa (o del Gobierno Nacional), se deben llevar a cabo ciertos pasos y cumplir con algunos requerimientos, entre ellos, se debe elegir y contratar un agente de inversión (que bien podría ser un Banco), se debe proveer toda la información posible sobre la emisión (forma de prospecto informativo como se establece en las Letras de Cambio ver Anexo), se debe hacer todas las consultas necesarias ante la Comisión Nacional de Valores, y si son del gobierno, al Ministerio de Economía y Finanzas y a la Contraloría General de la República. Luego que ha sido aprobado por la Empresa o por el estado, se procede a efectuar la oferta pública.
- 13- La disposiciones legales, así como la situación de la Empresa emisora del Bono son dos aspectos que se deben tomar en cuenta al momento de la emisión del mismo, ya que dichos aspectos

podrían variar con el tiempo. Mientras más conocimiento de los aspectos legales se tengan mayor protección tendrá tanto el inversionista como la empresa emisora.

- 14-** Aun cuando el Estado ha realizado plurales emisiones de Bonos, que datan de la época Republicana, no existe una Legislación Específica que regule dicha práctica. A falta de la misma, son en la mayoría decretos individuales los que establecen emisiones de Bonos.
- 15-** .El Mercado de Bonos panameño, podría ser aún más desarrollado de forma real y eficiente. Ya está probado que en Panamá se cuenta con suficiente “demandantes “ y “oferentes “ con la disponibilidad a realizar transacciones de compra y venta. Esto basado en la transparencia, efectividad y la liquidez que el mercado les garantiza; minimizando los riesgos de inversión si se comparan con otros títulos valores.
- 16-** Nuestro análisis nos brinda que el proyecto de inversión de las viviendas mediante el financiamiento de Bonos Municipales es rentable ya que el Valor Actual Neto obtenido de la evaluación es mayor que cero, así que el proyecto puede aceptarse. La tasa interna de retorno nos mostró una rentabilidad del 26% y una relación Beneficio /Costo superior a 1. El proyecto para aceptarse

debe cumplir con dos condiciones primordiales: el VAN sea positivo y el B/C mayor que uno y cumpliendo estas condiciones nuestro proyecto puede aceptarse.

RECOMENDACIONES

- 1- Si bien es cierto que los Bonos son uno de los tipos valores que representan una fuente de financiamiento para proyectos de inversión, para lograr capital de trabajo, entre otros; la decisión de emitirlos debe estar siempre basada en un estudio serio y completo con referencia a las diferentes factores que pudiesen tener algún tipo de ingerencia al utilizarlos.
- 2- La Emisión y venta de Bonos, cuando son autorizados por la Comisión Nacional de Valores, y colocados a través del Mercado Primario y secundario en la Bolsa de Valores dan como resultado incentivos tanto al emisor como al inversionista, los incentivos, así como las disposiciones legales para dicha emisión o venta, debe ser ampliamente informados a las partes interesadas.
- 3- Aún cuando el mercado de Valores panameños se ha mantenido en relativa actividad, se hace necesario que sus instrumentos bursátiles aumenten de modo que éste se pueda mantener activo y al mismo tiempo, atractivo para los diferentes agentes que intervienen en él.
- 4- Es función del Estado crear los mecanismos necesarios para la efectiva utilización de activos financieros en los gobiernos locales y/o municipales, debido al innegable vacío con respecto a los

instrumentos de deuda que se pueden utilizar para llevar a cabo proyectos sociales, tanto en los municipios como en las entidades autónomas y semiautónomas.

- 5- Si bien es cierto que existen grandes beneficios y ventajas al invertir en la Bolsa de Valores de Panamá, no podemos negar que se hace necesario el contar con otras opciones de custodia de valores para después de haber efectuado una transacción.
- 6- Aún cuando el gobierno Nacional ha promulgado cierta cantidad de leyes, decretos y/o Resoluciones al momento de necesitar emitir Bonos, creemos firmemente que se hace imprescindible el contar con una Legislación específica sobre la Emisión de Bonos (Estatales y/o Municipales) en nuestro país.
- 7- Existen muchos proyectos de financiamientos de vivienda en nuestro país, sin embargo para la mayor parte de la ciudadanía éstos no constituyen una respuesta satisfactoria a la hora de comprar una vivienda, se hace necesario pues que el Gobierno (por medio de los municipios) ofrezca soluciones a dicho problema y una alternativa viable, legal y efectiva es mediante la emisión de Bonos Municipales que no representen un alto riesgo para el Estado y para los inversionistas.

ANEXOS

ANEXO 1

**DATOS DE POBLACION Y VIVIENDA DE LA PROVINCIA DE
PANAMA 1990-2000,
SEGÚN DISTRITO Y CORREGIMIENTO**

PROVINCIA DE PANAMA

La Provincia de Panamá, cuenta con una superficie de 11,950.8 kilómetros cuadrados, integrada por once (11) Distritos y 103 Corregimientos.

Las Cifras preliminares del Censo de Población y Vivienda del 2000, editadas por la Contraloría General de la República, registran una población total de 1,378,420 habitantes en la Provincia, dándose un incremento de población en la última década (1990-2000) por el orden del 28.6%, observándose un incremento significativo en el Distrito de Arraiján con un 139.1%, el cual es seguido por Chorrera con el 37.8%. Es importante señalar además los Distritos de Panamá, San Miguelito y Chepo donde el porcentaje de incremento de la población alcanza cifras que oscilan entre el 20% y 22%.

Cabe señalar además que a nivel de los Corregimientos se registran altos porcentajes de crecimiento, de igual manera cifras importantes de decrecimiento en algunos Corregimientos. La densidad de población en la Provincia, según los datos en referencia se estima en 115.3 habitantes por kilómetro cuadrado.

Las viviendas ocupadas que se registran en el Censo ascienden a 343,561, observándose un incremento por el orden del 36.1%, lo que a nivel de Distritos indica cifras muy relevantes como es el caso de Arraiján, seguido por Chame y San Carlos.

Los datos relativos a los niveles de pobreza que se indican en el Mapa de la Pobreza, editado por el Ministerio de Economía y Finanzas - enero de 1999, estiman que la población pobre de esta Provincia asciende a 296,718 personas, lo que representa el 21.5% de la población total registrada en el Censo del 2000. Cabe resaltar que los más altos porcentajes se dan en los Distritos de Balboa (75%), Capira (62.5%), Chimán (64.6%) y los Distritos de San Carlos y Chepo con el 56.7% cada uno.

**DATOS DE POBLACION Y VIVIENDA DE LA PROVINCIA DE PANAMA
1990-2000, SEGÚN DISTRITO Y CORREGIMIENTO**

Distrito / Corregimiento	POBLACION				%	VIVIENDAS OCUPADAS				%	POBLACION POBRE*		DEFICIT ESTIMADO	SOLUCIONES PRESUPUESTO - 2000		
	1990		2000			1990		2000			Incremento			TOTAL	PARVIS	Viviendas Subsidiadas
	Nº	%	Nº	%		Nº	%	Nº	%		Nº	%				
TOTAL	72,152	100.0	137,420	100.0		252,607	100.0	343,551	100.0		296,718	21.6				
ARRAIJAN	61,843	5.8	147,868	10.7	189.1	14,095	5.6	36,531	10.6	159.2	23,141	15.6	***			
Arraján	24,665	39.9	63,753	43.1	158.5	5,587	39.6	15,809	43.3	183						
Juan Demóstenes Arosemena	13,418	21.7	24,721	16.7	84.2	3,026	21.5	6,228	17.1	105.8						
Nuevo Emperador	2,319	3.7	2,891	2.0	24.7	546	3.9	674	1.8	23.4						
Santa Clara	1,422	2.3	1,719	1.1	20.9	307	2.2	391	1.0	27.4						
Veracruz	8,224	13.3	16,206	11.0	97.1	1,839	13.0	3,604	9.9	96						
Vista Alegre	11,801	19.1	38,578	26.1	226.9	2,790	19.8	9,825	26.9	252.2						
BALBOA	2,751	0.2	2,358	0.1	(-) 14.3	727	0.3	671	0.2	(-) 7.7	1,769	75				
San Miguel	1,179	42.9	838	35.5	(-) 28.9	300	41.3	252	37.6	(-) 16.0						
La Ensenada	97	3.5	89	3.8	(-) 8.2	23	3.1	22	3.2	(-) 4.3						
La Esmeralda	446	16.2	418	17.7	(-) 6.3	108	14.9	104	15.5	(-) 3.7						
La Guinea	245	8.9	90	3.8	(-) 63.3	53	7.3	26	3.9	(-) 50.9						
Pedro González	44	16.0	245	10.4	(-) 44.3	117	16.1	84	12.5	(-) 28.2						
Saboga	344	12.5	678	28.8	97.1	126	17.3	183	27.3	45.2						
CAPIRA	28,303	2.6	32,974	2.4	16.5	6,009	2.4	7,457	2.3	24.1	20,616	62.5				
Capira	3,606	12.7	4,550	13.8	26.2	829	14	1,114	14.9	34.4						
Caimito	1,319	4.7	1,443	4.4	9.4	290	4.8	343	4.6	18.3						
Campana	1,363	4.8	1,707	5.2	25.2	314	5.2	412	5.5	31.2						
Cerroño	1,511	5.3	1,787	5.4	18.3	362	6.0	430	5.8	18.8						
Ciri de los Sotos	2,202	7.8	2,061	6.3	(-) 6.4	412	6.9	430	5.8	4.4						
Ciri Grande	4,138	14.6	3,063	9.3	(-) 26.0	744	12.4	593	8.0	(-) 20.3						
El Cacao	4,042	14.3	4,374	13.3	8.2	786	13.1	881	11.8	12.5						
La Trinidad	2,160	7.6	2,297	7.0	8.3	451	7.5	480	6.4	6.4						
Las Ollas Arriba	803	2.8	949	2.8	18.2	172	2.9	238	3.2	38.4						
Lidice	3,840	13.6	4,693	14.2	22.2	860	14.3	1,083	14.5	25.9						
Villa Carnon	956	3.4	1,288	3.9	34.7	217	3.6	333	4.5	53.5						
Villa Rosario	2,363	8.4	3,212	9.7	35.9	572	9.5	813	10.9	42.1						
Santa Rosa	0	0.0	1,550	4.7	0.0	0	0.0	304	4.1	0						
CHAME	15,152	1.4	19,148	1.4	26.4	3,603	1.4	5,083	1.5	41.1	8,756	45.7				
Chame	1,822	12.0	2,193	11.5	20.4	482	12.8	647	12.7	40						
Bejuco	3,643	24.0	4,520	23.6	24.1	877	24.3	1,158	22.8	32						
Buenos Aires	1,435	9.5	1,584	8.3	10.4	306	8.5	414	8.1	35.3						
Cabuya	1,206	8.0	1,349	7.1	11.9	290	8.1	356	7.0	22.8						
Chica	610	4.0	555	2.9	(-) 9.0	144	4.0	157	3.1	9						
	177	1.2	189	0.9	6.8	48	1.3	54	1.1	12.5						

SAN CARLOS	12,443	1.2	15,492	1.1	24.5	2,695	1.1	3,650	1.1	36.4	8,777	56.7				
San Carlos	2,029	16.3	2,747	17.7	35.4	452	16.8	677	18.5	49.8						
El Espino	1,200	9.6	1,435	9.3	19.6	258	9.6	346	9.5	34.1						
El Higo	1,920	15.4	2,350	15.1	22.4	418	15.5	532	14.6	27.3						
Guayabito	443	3.6	484	3.1	9.3	103	3.8	128	3.3	19.4						
La Ermita	1,097	8.8	1,205	7.8	9.8	228	8.5	295	8.1	29.4						
La Laguna	778	6.3	970	6.3	24.7	198	7.3	244	6.7	23.2						
Las Uvas	1,170	9.4	1,430	9.2	22.2	252	9.3	324	8.9	28.6						
Los Llanitos	2,370	19.1	2,708	17.5	14.3	449	16.7	565	15.5	25.8						
San José	1,436	11.5	2,163	14.0	50.6	337	12.5	544	14.9	61.4						
SAN MIGUELITO	243,025	22.7	291,769	21.2	20.1	51,645	20.5	64,883	10.2	25.6	63,785	21.9	***			
Amelia Denis de Icaza	33,901	13.9	37,873	13.0	11.7	7,106	13.8	8,133	12.5	14.5						
Belisario Porras	119,400	49.2	130,591	44.8	9.4	24,686	47.8	27,402	42.3	11.0						
José Domingo Espinar	58,745	24.2	93,483	32.0	58.1	13,296	25.7	22,466	34.6	6.9						
Mateo Iturralde	13,662	5.6	12,446	4.2	(-)8.9	2,912	5.6	2,969	4.6	2.0						
Victoriano Lorenzo	17,317	7.1	17,376	6.0	0.3	3,645	7.1	3,913	6.0	7.4						
TABOGA	1,810	0.7	1,339	0.1	(-)28.0	398	0.1	373	0.1	(-)6.3	591	44.1				
Taboga	1,199	66.2	868	64.8	(-)27.0	251	63.1	240	64.3	(-)4.4						
Otoque Oriente	210	11.6	168	12.6	(-)20.0	45	11.3	48	12.9	6.7						
Otoque Occidente	401	22.2	303	22.6	(-)24.4	102	25.6	85	22.8	(-)16.7						

*Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas - Mapa de la Pobreza por Distrito - enero de 1999

**Porcentaje estimado en relación a la población registrada del censo - 2000

***Cifra basada en el Déficit Habitacional estimado en 187,000 soluciones

Feullet	1,372	1.5	1,838	1.3	19.4	338	1.6	452	1.5	34.5						
Guadalupe	18,015	20.1	28,932	21.8	49.5	4,214	20.3	6,820	21.8	57.1						
Herrera	715	0.8	703	0.6	(-)1.7	193	0.9	216	0.7	13.0						
Hurtado	703	0.8	900	0.7	28.0	180	0.9	243	0.8	35.0						
Iturralde	792	0.9	932	0.8	17.7	179	0.8	234	0.8	30.7						
La Represa	650	0.7	707	0.6	8.8	165	0.8	174	0.6	5.5						
Los Diaz	858	1.0	857	0.7	(-)0.1	196	0.9	218	0.7	11.2						
Mendoza	851	1.0	1,045	0.8	22.8	195	0.9	252	0.8	29.2						
Obaldia	559	0.6	556	0.4	(-)0.5	134	0.6	132	0.4	(-)1.5						
Playa Leona	4,279	4.8	6,531	5.3	52.6	977	4.7	1,586	5.2	62.3						
Puerto Calmito	3,623	4.0	7,558	6.1	108.6	620	3.9	1,790	5.8	118.3						
Santa Rita	1,191	1.3	1,455	1.2	22.2	277	1.3	383	1.2	38.3						
PANAMA	584,803	54.8	704,117	51.1	20.4	145,015	57.4	184,719	53.8	27.4	114,460	16.3	***			
San Felipe	10,282	1.8	6,312	0.9	(-)38.6	2,912	2.0	2,083	1.1	(-)28.5						
El Chorrillo	20,486	3.5	22,189	3.2	8.3	4,628	3.2	6,692	3.6	44.6						
Santa Ana	27,657	4.3	20,242	2.9	(-)26.6	7,688	5.3	6,482	3.5	(-)15.7						
La Exposición o Calidonia	23,974	4.1	18,076	2.7	(-)24.6	6,906	4.6	6,114	3.3	(-)11.5						
Curundu	17,933	3.1	18,646	2.6	4.0	4,415	3.0	4,942	2.7	11.9						
Betania	46,611	8.0	44,016	6.2	(-)5.6	12,056	8.3	12,982	7.0	7.7						
Bella Vista	27,986	4.8	42,046	6.0	68.3	7,546	5.2	8,868	4.8	17.5						
Pueblo Nuevo	21,289	3.6	17,637	2.5	(-)16.2	5,770	4.0	5,348	2.9	(-)7.3						
San Francisco	34,262	5.9	34,137	4.8	(-)0.4	9,191	6.3	10,351	5.6	12.6						
Parque Lefevre	38,163	6.5	36,811	5.2	(-)3.5	9,954	6.9	10,346	5.6	3.9						
Rio Abajo	33,155	5.7	26,914	3.8	(-)18.6	8,668	6.0	8,012	4.3	(-)7.6						
Juan Diaz	73,809	12.6	87,265	12.4	18.2	16,508	11.5	21,854	11.8	32.4						
Pedregal	40,696	7.0	45,033	6.4	10.1	9,163	6.3	11,221	6.1	22.5						
Ancón	11,516	2.0	10,233	1.5	(-)11.2	2,845	2.0	2,692	1.5	(-)5.4						
Chilibre	27,135	4.6	39,581	5.6	45.9	5,997	4.1	10,025	5.4	67.2						
Las Cumbres	56,547	9.7	92,624	13.2	63.6	12,603	8.7	21,895	12.0	73.7						
Pacora	26,587	4.5	57,323	8.1	115.6	6,596	4.5	14,216	7.7	115.5						
San Martín	2,479	0.3	3,582	0.5	44.5	631	0.4	957	0.5	51.7						
Tocumen	47,032	8.0	81,250	11.5	72.8	10,934	7.5	19,639	10.6	79.6						

CHAME	15,152	1.4	19,148	1.4	26.4	3,603	1.4	5,083	1.5	41.1	8,756	45.7						
Chame	1,822	12.0	2,193	11.5	20.4	462	12.8	647	12.7	40								
Bejuco	3,643	24.0	4,520	23.6	24.1	877	24.3	1,158	22.8	32								
Buenos Aires	1,435	9.5	1,584	8.3	10.4	306	8.5	414	8.1	35.3								
Cabuya	1,206	8.0	1,349	7.1	11.9	290	8.1	356	7.0	22.8								
Chicá	610	4.0	555	2.9	(-) 9.0	144	4.0	157	3.1	9								
El Libano	177	1.2	189	0.6	6.8	48	1.3	54	1.1	12.5								
Las Lajas	1,602	10.6	2,197	11.5	37.1	400	11.1	631	12.4	57.8								
Nueva Gorgona	1,980	13.1	3,084	16.1	55.8	475	13.2	815	16.0	71.6								
Punta Chame	294	1.9	379	2.0	28.9	74	2.1	112	2.2	51.4								
Sajalices	1,301	8.6	1,773	9.3	36.3	275	7.6	415	8.2	50.9								
Sorá	1,082	7.1	1,325	6.9	22.5	252	7.0	324	6.4	28.6								
CHEPO	29,145	2.7	35,539	2.6	21.9	6,828	2.7	8,562	2.5	25.4	20,161	56.7						
Chepo	8,971	30.8	12,746	35.9	42.1	2,083	30.5	3,160	37.0	51.7								
Cañitas	1,721	5.9	2,128	6.0	23.6	464	6.8	609	7.1	31.3								
Chepillo	254	0.9	239	0.6	(-) 5.9	52	0.8	46	0.5	(-) 11.5								
El Llano	12,393	42.5	2,835	8.0	(-) 77.1	2,862	41.9	750	8.8	(-) 73.8								
Las Margaritas	3,852	13.2	4,525	12.7	17.5	913	13.4	1,151	13.4	26.1								
Santa Cruz de Chinina	1,954	6.7	1,739	4.9	(-) 11.0	454	6.6	455	5.3	0.2								
Comarca Kuna de Machungenti	0	0.0	3,304	9.3	0.0	0	0.0	414	4.8	0.0								
Tortí	0	0.0	8,023	22.6	0.0	0	0.0	1,977	23.1	0.0								
CHIMAN	3,066	0.3	4,098	0.3	33.7	678	0.3	962	0.3	41.9	2,647	64.6						
Chimán	2,221	72.5	1,339	32.7	(-) 39.7	481	71.0	281	29.2	(-) 41.6								
Brujas	568	18.5	956	23.3	68.3	125	18.4	248	25.8	98.4								
Gonzalo Vásquez	277	9.0	356	8.7	28.5	72	10.6	88	9.2	22.2								
Pásiga	0	0.0	444	10.8	0.0	0	0.0	111	11.5	100.0								
Unión Santaña	0	0.0	1,003	24.5	0.0	0	0.0	234	24.3	0.0								
LA CHORRERA	89,780	8.4	123,718	9.0	37.8	20,814	8.2	30,670	8.9	47.4	32,015	25.9	***					
Barrio Balboa	23,698	26.4	23,597	19.1	20.7	5,349	25.8	7,001	22.9	30.9								
Barrio Colón	20,746	23.1	26,226	21.2	26.4	4,887	23.5	6,715	21.9	37.4								
Amador	1,925	2.1	2,695	2.2	40.0	405	2.0	584	1.8	39.3								
Arosemena	340	0.4	292	0.2	(-) 14.1	75	0.4	72	0.2	(-) 4.0								
El Arado	1,696	1.9	1,999	1.8	17.9	391	1.9	495	1.6	26.6								
El Cúco	7,767	8.6	14,095	11.4	81.5	1,841	8.8	3,821	11.8	81.3								

ANEXO 2

PROYECTOS DE VIVIENDA DEL SECTOR OESTE

LOTIFICACION

VALLE DEL

SUEÑO

MEMORIA

1. USO DE SUELO PROPUESTO

La Finca N°1741, inscrita en el Registro Público al Tomo 124, Folio 440, está ubicada en el Distrito de La Chorrera, Corregimiento de Guadalupe, Cacerío de Altos de San Francisco. Dicha zona está identificada en el PLAN NORMATIVO DE LA CHORRERA, Normas de desarrollo urbano para la ciudad de La Chorrera, establecido por el Departamento de Desarrollo Urbano del Ministerio de Vivienda, bajo la clasificación residencial de baja densidad (R-1), es decir:

“Se permitirá la construcción, reconstrucción o modificación de edificios destinados a viviendas unifamiliares aisladas, bifamiliares y para sus usos complementarios, tales como casetas, piscinas, escuelas, jardines de infancia, capillas, actividades culturales, filantrópicas, asistenciales y pequeños locales comerciales y de servicio para atender las necesidades locales, etc., siempre que dichos usos y sus estructuras no constituyan perjuicios a los vecinos o afecten en forma adversa el carácter residencial de baja densidad de la zona.”

*Densidad neta hasta: 100
personas por hectárea o 20
unidades de vivienda por hectárea.*

2. COMPATIBILIDAD CON LOS CIRCUDANTES

La zona circundante a nuestro proyecto también se encuentra clasificada como R-1 con lo que obviamente se evidencia la compatibilidad de dicha área con la urbanización que proponemos.

3. PREVENCIÓN A POSIBLES CAMBIOS

Como salta a la vista cuando observamos el plano general del proyecto, celosamente se ha cuidado la existencia de áreas de uso público, vialidad e infraestructura.

4. ADECUACIÓN EN PREDIOS VECINOS

El uso de suelo en los predios vecinos no debe sufrir modificación alguna ya que el mismo es compatible con la nueva urbanización, es decir se rige por la norma R-1.

5. ESTIMADO DE LA POBLACIÓN Y TENDENCIA DE CRECIMIENTO.

La población existente en el Distrito de La Chorrera, se estima según datos de la estadística de Panamá en cifras de 1998, se estima en 400 personas por hectárea. El porcentaje de crecimiento anual de esta población se estima en 30%.

Nuestro proyecto es pequeño y contribuirá a satisfacer un pequeño porcentaje de demanda de vivienda existente en este mercado.

6. FUENTES DE EMPLEO EN EL ÁREA CIRCUNDANTE.

En el área circundante a nuestro proyecto, existen fuentes de empleo como pequeños comercios pero el mismo se encuentra a solo dos minutos del centro de la ciudad en donde desarrollan actividades gran cantidad de comercios, industrias y empresas de servicios a esto se le suma que La Chorrera es el Centro Administrativo de la Provincia de Panamá en la Región Oeste lo que garantiza las fuentes de empleo.

7. FACILIDADES DE TRANSPORTE.

El servicio de transporte al sector es brindado por el Sindicato de Conductores y Automotores de La Chorrera, (SICAMUCH) y el servicio de transporte La Chorrera La Mitra que pasan a sólo una cuadra del proyecto. De ser necesario el Sindicato de Rutas Internas de La Chorrera, implementará una nueva ruta para garantizar el servicio.

8. ÁREA DE USO PÚBLICO Y EQUIPAMIENTO

Se ha reservado un área de (2,964.07 mts²) como zonas de uso público, así como 11,927.44 mts² han sido destinados como servidumbre pública para carretera interna.

9. ACCESO DE SERVICIOS SOCIO CULTURALES Y RELIGIOSOS.

En el área del proyecto se encuentran ubicadas varias iglesias de distintos cultos y campos de juego con lo que se

garantizan las posibilidades de participación de los distintos servicios.

10. ACTIVIDADES COMERCIALES PROPUESTAS

El desarrollo comercial del proyecto según cálculos espontáneamente propenderá a conservarse en pequeñas empresas de servicios como lo son abarroterías, lavamáticos, panaderías, farmacia, guardería y similares.

11. GARANTÍA DE INFRAESTRUCTURA

La infraestructura propuesta está diseñada de tal manera que garantiza todas las necesidades y los futuros desarrollos.

12. VIALIDAD

La vialidad del proyecto para la cual se han destinado en 1,248 mts lineales que ocupan un espacio total de 11,927.44 con calles de doble sentido, permite una línea general circundante con calles interiores perfectamente conectadas en forma tal que garantiza a la población el ruido mínimo y tránsito seguro exigido para este tipo de zonificación.

13. TOPOGRAFÍA

Todo lo anterior está desarrollado en perfecta armonía con el medio ambiente, el paisaje y la topografía de manera tal que se respetan y aprovechan en un 95% los niveles naturales de la finca que es casi totalmente plano con una inclinación mínima que permite los drenajes naturales.

14. POBLACION ESTIMADA

Basados en investigaciones que hemos realizado en la Dirección de estadística y Censo para el 13 de mayo de 1990 en el Corregimiento del Proyecto habían entre hombres y mujeres un total de 12, 081 habitantes. Y según el mismo despacho se estima para el año 1999 una población de hombres y mujeres de 21,060 habitantes.

15. FACILIDADES DE EMPLEO

El distrito de la Chorrera será beneficiado grandemente en las alternativas de empleo, facilidades de trabajo, sobre todo en el sector servicio. Y en los últimos años, la razón del crecimiento de la zona es la construcción de nuevas Barriadas que trae como beneficio, un aumento de las plazas de trabajo.

16.ACTIVIDADES COMERCIALES.

Consideramos el área del proyecto como una zona altamente activa en lo comercial, ya que cuenta con Centros comerciales y estaciones de Combustible.

17.PROPUESTA DE VIVIENDAS

El proyecto es relativamente pequeño, no por ello menos importante; colinda con una calle de tierra existente que tiene una servidumbre de 10 mts, la que nos proponemos mejorar segregando del proyecto 2.80 mts, para así conseguir una nueva servidumbre 12.8 mts, y convertir esta vía en el acceso a nuestro proyecto.

18.ENERGIA Y TELEFONO

En investigaciones que hemos realizado con la nueva Empresa de Energía EDEMET, y CABLE & WIRELESS hemos podido constatar la viabilidad del suministro de estos servicios.

19.SISTEMA SANITARIO.

El sistema de alcantarillado Sanitario será de tubería de PVC con accesorios de PVC con un tanque Séptico común para toda la

Urbanización el cual contempla un sistema de filtración con lecho percolador.

20.AGUA POTABLE.

Toda la Urbanización será beneficiada con Agua Potable, con un servicio individual a cada residencia.

21.LA VIVIENDA(100 viviendas)

AREA CERRADA: 76 mts,2

AREA ABIERTA: 6.70 mts,2

AREA TOTAL: 77.7 mts, 2

20-DESCRIPCION DE LA VIVIENDA

1-Entrada

2-Sala

3-Comedor

4-Cocina

5-Recamara # 1- principal

**6-Recamara # 2- espacio para una cama o cama
camarote**

7-Servicio Sanitario

8-Lavandería

9-Recamara propuesta para ampliación posterior.

21-ACABADOS

Fundación perimetral con base de concreto y bloques de cemento, rellenos de concreto y reforzado con acero.

Losa de piso concreto, con espigas de acero que se amarran con la fundación perimetral

Piso con acabado en Céramica Importada o Nacional (Mosaicos de pasta)

Paredes de bloque de cemento, repellados en ambas caras.

Techo de Zinc Cal 26, rojo o azul, con estructuras de carriolas de acero galvanizado.

Cielo raso suspendido con perfiles de metal y láminas de Stiroport.

Ventanas de Aluminio y vidrio tipo Celocia.

Puertas de plywood con Marcos Integrales de madera.

Azulejos Importados.

Muebles de Cocina y Closets de Madera.

Proyecto de Vivienda

SAN

FRANCISCO

INTRODUCCION

A- La gran demanda en nuestro medio por vivienda de tipo económico para las familias panameñas de ingresos medios es cada vez más apremiante, debido que el ritmo de construcción en los últimos años ha marchado paralelamente con el crecimiento acelerado de la población. Esta situación nos ha incentivado en la medida en que queremos ser partícipes del Nuevo Programa de Construcción de Viviendas de este tipo que se ha trazado nuestro Gobierno Democrático. Para este propósito hemos encontrado el sitio ideal ya que es un lugar alto, relativamente fresco y con una vista panorámica envidiable.

Este magnífico lugar se encuentra ubicado en el Corregimiento de Herrera entrando por la calle 28 de diciembre con una extensión territorial de 13 hectáreas + 8768 mts.2, contando con los servicios básicos tales como Acueducto, Luz Eléctrica, Teléfono, etc.

Nuestro propósito es el construir sobre un globo de terreno previamente planificado y bien diseñado una moderna urbanización calles de asfalto con sistema de imprimación y doble sello, sistema de alcantarillado sanitario, pluvial, cuneta abierta, iluminación y acueducto. Contamos con área comercial para pequeños negocios que brinden los suministros de consumo como servicios. En realidad, es un proyecto de Vivienda tipo económico para las familias de bajos ingresos a un costo relativamente módico de B/.13,900.00. Esperamos construir en varias etapas, hasta un total de cuatrocientos diez (410) unidades de Viviendas en un período estimado de treintaseis (36) meses, a partir de la fecha en que nos aprueben los fondos necesarios para realizar este Proyecto.

El total de venta de nuestro Proyecto es de B/.5,699,000.00 esperando que la institución financiera a la cual presentamos este estudio, en base a su

experiencia y la necesidad de respuesta existente por parte de la ciudadanía, nos facilite de su Cartera Crediticia, los préstamos hipotecarios para viviendas a veinte (20) años, hasta 90% del precio de venta, con el respectivo interés vigente en el mercado financiero nacional de modo que le agradecemos altamente la atención y diligencia que le presten a este proyecto.

PROYECTO DE URBANIZACION

HOJA DE RESUMEN

Propiedad de Odisea Pilides

Finca 62 024 - tomo 1504 - folio 240

Localizado en el Corregimiento de Herrera Vía a Mendoza

Distrito de La Chorrera, Provincia de Panamá

PROYECTO DE VIVIENDA UNI-FAMILIAR:

Viviendas uni-familiares	410
--------------------------	-----

Area a desarrollar	138,768 mts.2
--------------------	---------------

Area de Lotes	96,266.80
---------------	-----------

Calles con Impremiación y doble sello, cuneta abierta de concreto

SISTEMA DE:

1. Alcantarillado pluvial abierto
2. Alcantarillado Sanitario y tanques sépticos
3. Acueducto - I.D.A.A.N.
4. Alumbrado - I.R.H.E.

Area de lote promedio - urbanizado	200 mts.2 mínimo.
------------------------------------	-------------------

DESCRIPCION DE LA VIVIENDA UNI-FAMILIAR

Estas viviendas son uni - familiares y cada unidad es la solución habitacional en el lote 200 mts.2 mínimo, a un precio de venta de 13,900 y tienen las siguientes facilidades:

Espacio para futura estructura

Sala Comedor 330 x 500

Cocina 2.30 x 2.20

Dos (2) recámaras (2.90 x 2.90)

Lavandería y Tendedero 1.30 x 2.50

Un (1) Servicio Sanitario 2.30 x 1.15

ACABADOS:

- a. Piso de hormigón acabado en llana
- b. Paredes de bloques repellados
- c. Ventanas de aluminio y vidrio de 4" x 1/2", claros
- d. Marcos de madera.
- e. Puertas - estructura de madera y forro de plywood de 1/4 de espesor
- f. Espacio para futuro closet
- g. Techo de Acero Galvanizado sobre carriolas galvanizados
- h. Sólo azulejos en la ducha a 1.50 mts. y piso

Estas viviendas tienen las siguientes áreas de construcción:

Area Cerrada 50.45 mts.2

Area Abierta 7.05 mts.2

Total 57.50 mts. 2

NOTA No 1

El movimiento de tierra y los sistemas sanitario, pluvial y acueducto se irán desarrollando según el avance de la obra en sus diferentes etapas, cumpliendo al máximo las especificaciones de los planos y la programación que se acuerde con los Contratistas y el Banco, para poder cumplir con la meta señalada treintaseis (36) meses que debe durar el Proyecto.

Con relación a las calles, se irán asfaltando a medida que se entreguen terminados las viviendas para evitar lo más posible, costos extraordinarios.

El sistema de Energía Eléctrica se negociará con el I.R.H.E. o compañía debidamente registrada. Para obtener el beneficio de los servicios de iluminación de las calles como residencial, el cual se estima en la suma de B/143,500.00

NOTAS

Los sistemas de alcantarillado pluvial, sanitario y acueducto, se irán realizando en diferentes etapas, a medida que avanza el movimiento de la tierra, el cual se estima en tres (3) etapas. Luego se construirán las unidades de vivienda en sus respectivos lotes, debidamente urbanizados. Con relación al Sistema Fluvial, será de zanja abierta.

Se recomienda que el Contratista que realice el movimiento de tierra, se encargue de las instalaciones de los Sistemas de Alcantarillados y Acueducto para evitar problemas de estructura.

El costo de construcción de las unidades de viviendas, se estableció en base al plano de la planta de la casa, el que cotizaron diferentes Casas Proveedoras de Materiales de Construcción, Eléctricos y Plomería. _____

Para determinar los materiales a utilizar en la Unidad de Vivienda, se tomó en cuenta las especificaciones de los planos, como son los sistemas eléctricos, agua potable y sanitario para garantizar el buen funcionamiento

y su duración a largo plazo. Para los otros materiales que son parte de la estructura de la casa, lo establecieron los diferentes aspirantes a contratar la obra, cotizando además la mano de obra y el tiempo promedio a realizar una Unidad de Vivienda Típica, completamente terminada.

Esto se establecerá formalmente cuando se proceda a la confección y firma de los diferentes contratos con sus respectivas garantías, según lo establecen las leyes que rigen esta actividad económica que tanto beneficia al país, creando puestos de trabajo, fuertes movimientos de efectivo, generando intereses que retribuyen al Fisco en forma de Impuesto, como lo más importante de todo, dar respuesta a la población en su urgente necesidad de tener su vivienda propia.

OFERTA, DEMANDA Y MERCADEO

Las viviendas Uni-Familiares se están agotando cada vez más en el sector urbano de nuestra ciudad; ésto ha motivado la construcción de residencias tipo chalet hacia La Chorrera primordialmente, las cuales se han hecho para familias de ingresos medios y bajos, como se puede apreciar desde Arraiján hasta Chorrera. La mayoría de estas urbanizaciones han tenido éxito debido a que a lo largo de esta vía hay buses y taxis ininterrumpidamente las 24 horas del día y las viviendas se pueden vender a un costo considerablemente más bajo debido a que el valor de los terrenos en bruto, están al alcance del sector humilde de nuestra sociedad.

Entre las Barriadas de más éxito tenemos Ciudad de Vacamonte Residencial Nuêvo Arraiján, Urbanización Villa Nazareth, Urbanización Altos de Mastranto lo cual demuestran que se han vendido casi en su totalidad y que una inversión en este sector aún tendría buena demanda, porque el mercado potencial de este tipo de vivienda no se puede seguir desarrollando dentro de la Ciudad Capital a precios módicos debido a lo prohibitivo del costo de los terrenos urbanizados en la actualidad.

ANEXO 3

SEPARATAS DE TERMINOS

(DICCIONARIO BURSATIL)

SEPARATAS DE
BOLSA NACIONAL DE VALORES
DICCIONARIO BURSATIL:
MERCADO DE VALORES
BOLSA DE VALORES
OPERACIONES EN EL CORRO
TITULOS VALORES
TASAS DE INTERES Y RENDIMIENTO
INDICES BURSATILES



**Bolsa
Nacional
de Valores**

Mercado de Valores

**DICCIONARIO
BURSATIL**

DICCIONARIO BURSATIL

TERMINOS USADOS EN LA

BOLSA NACIONAL DE VALORES

SISTEMA FINANCIERO

El Sistema Financiero es un conjunto de instituciones encargadas de promover, administrar y dirigir el ahorro hacia la inversión. Es un gran mercado donde se ponen en contacto los inversionistas (que quieren captar ahorro para financiar sus proyectos) con los ahorrantes (que quieren colocar su dinero para ganar interés).

MERCADO DE VALORES

El Mercado de Valores opera dentro del Sistema Financiero.

Las operaciones que realiza se relacionan con la emisión, colocación y distribución de los títulos valores. Quienes ofrecen títulos son las empresas privadas y el Gobierno; quienes los compran son las personas físicas y jurídicas. El Mercado de Valores está formado, a su vez, por el Mercado Primario y el Mercado Secundario.

MERCADO PRIMARIO

El Mercado Primario comprende el conjunto de operaciones caracterizadas por la colocación de nuevas emisiones de títulos en el mercado. Las ventas se hacen mediante oferta pública, y sólo las pueden realizar el Estado, los bancos del Sistema Bancario Nacional y las empresas inscritas en la Bolsa Nacional de Valores S.A. Debe divulgarse información básica respecto al emisor y las características generales de los títulos valores.

MERCADO SECUNDARIO

El Mercado Secundario comprende el conjunto de

transacciones cuyo objetivo es la transferencia de la propiedad de los títulos, previamente colocados a través del Mercado Primario. Su objetivo es dar liquidez a los vendedores de títulos a través de la negociación de los mismos antes de su fecha de vencimiento.

PARTICIPANTES EN LAS NEGOCIACIONES DE UN MERCADO DE VALORES

Las operaciones bursátiles se caracterizan por la presencia de cuatro tipos de agentes: 1) las empresas (que son quienes emiten títulos y los ofrecen para la venta), 2) los inversionistas (que buscan las opciones que generen mayor rentabilidad para colocar sus ahorros), 3) la intermediación bursátil (cuyo objetivo es poner en contacto a oferentes y demandantes de títulos) y 4) las Bolsas de Valores (que emiten la reglamentación necesaria para asegurar seriedad y responsabilidad en las transacciones realizadas).

EMPRESAS EMISORAS DE TITULOS

La oferta de títulos en Costa Rica la realizan tanto empresas del Sector Público como del Sector Privado. Los principales emisores del Sector Privado son las sociedades anónimas, las Mutuales de Ahorro y Préstamo y los Bancos y Financieras particulares. En el Sector Público, quienes mayormente emiten valores son el Gobierno, el Banco Central, los Bancos del Estado y las Instituciones Autónomas.

COMPRADORES DE TITULOS EN UN MERCADO DE VALORES

La compra de títulos pueden realizarla tanto las personas físicas (inversionistas particulares), como las personas jurídicas (inversionistas institucionales). El objetivo de comprar valores es invertir los ahorros, a fin de obtener alguna rentabilidad.

BOLSA DE VALORES

Una Bolsa de Valores es una entidad bajo cuya jurisdicción se realizan transacciones con títulos. Brinda facilidades de infraestructura para la compra y venta de valores, cuyo precio de cotización se determina por el libre juego de oferta y demanda. En Costa Rica existe una única institución que realiza este tipo de actividades: la Bolsa Nacional de Valores, S.A.

PUESTO DE BOLSA

Los Puestos de Bolsa son intermediarios en la actividad bursátil: son personas jurídicas a quienes la Bolsa Nacional de Valores, S.A., les ha concedido una autorización para negociar valores, dentro del marco legal establecido al efecto. Las operaciones se realizan en el recinto de la Bolsa, a través de los Agentes Corredores de los Puestos.

AGENTE CORREDOR DE BOLSA

Los Agentes Corredores de Bolsa son profesionales experimentados en negociar valores. Son el contacto directo entre el comprador y el vendedor de títulos, y deben asesorarlo para que obtenga el mayor rendimiento posible de su inversión. Cuentan con el respaldo de los Puestos y de la Bolsa Nacional de Valores, S.A.

GRUPO FINANCIERO DE EMPRESAS

Conjunto de sociedades que, aunque independientes jurídicamente, están controladas en cuanto a sus resultados y planes económicos por unos mismos titulares.

MERCADO DE ACCIONES

Transacciones efectuadas sobre títulos valores que representan partes alícuotas de capital que atribuyen la

condición de socio.

MERCADO DE CAPITALES

Conjunto de transacciones sobre activos anónimos.

MERCADO DE DINERO

Movimiento y colocación de recursos financieros a corto plazo.

MERCADO DE DIVISAS

Volumen de compra-venta efectuado con monedas extranjeras.



**Bolsa
Nacional
de Valores**

Bolsa de Valores

**DICCIONARIO
BURSATIL**

DICCIONARIO BURSATIL

TERMINOS USADOS EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES.

BOLSA

Lugar físico adonde habitualmente se llevan a cabo transacciones de valores mobiliarios.

BURSATIL

Aspectos y temas relacionados con la contratación en el mercado de valores mobiliarios.

BOLSAS DE COMERCIO

Son instituciones organizadas con el fin de realizar negociaciones mercantiles dentro de un marco de seguridad, certeza y legalidad, a través de intermediarios.

CLASIFICACION DE LAS BOLSAS DE COMERCIO

Las "Bolsas" han sido clasificadas tradicionalmente en dos categorías, teniendo en cuenta la naturaleza de los objetos que constituyen el motivo de sus transacciones: a) Bolsas de mercancías y b) Bolsas de Valores.

BOLSAS DE MERCANCIAS

Son instituciones organizadas adonde se efectúan transacciones de mercaderías. Destacan como principales bienes objetos de comercio los metales, granos, joyas y obras de arte.

BOLSAS DE VALORES

Son mercados organizados y especializados en los que a través de intermediarios realizan transacciones con títulos valores, admitidos a cotización y cuyos precios se determinan por el libre juego de la oferta y la demanda.

ORIGEN DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

En el año 1973 queda debidamente legalizada la ins-

cripción de la Bolsa Nacional de Valores, S.A., gracias a la iniciativa de un grupo de inversionistas privados asociados en la CONAFIC (Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito). Durante algún tiempo después, CODESA compró el 100% de las acciones, y finalmente en 1977 vendió el 60% de ellas a inversionistas privados.

ACCIONISTAS DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

El número de accionistas es de aproximadamente cuatrocientos, siendo la Bolsa una de las sociedades más abiertas del país.

El capital social de la empresa asciende en la actualidad a \$25.000.000 (veinticinco millones), distribuidos de la siguiente forma: 1% empleados, 8% Agentes Corredores de Bolsa, 7% Puestos de Bolsa, 40% Codesa y 44% personas físicas y jurídicas del sector privado.

FUNCIONES DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

La Bolsa tiene como funciones principales:

1. Organizar, reglamentar, y explotar establecimientos mercantiles destinados a servir como lugares de negociación de títulos valores.
2. Ofrecer al inversionista las condiciones necesarias de legalidad y seguridad para la negociación de valores.
3. Dictar los reglamentos a que deben ajustarse las operaciones bursátiles.

-
4. Llevar el registro de empresas y títulos valores admitidos a cotización.
 5. Supervisar que las operaciones que realizan los Puestos y Agentes Corredores de Bolsa se lleven a cabo dentro de las normas legales.
 6. Informar al público sobre las cotizaciones de los títulos y la situación financiera de las empresas admitidas a su cotización.

ORGANIZACION INTERNA DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

Los principales entes dentro de la estructura administrativa de la Bolsa son:

- Asamblea de Accionistas: Está integrada por todos los accionistas de la sociedad, deben reunirse una vez al año en forma ordinaria y en forma extraordinaria cuando medie convocatoria del Consejo Directivo.
- Consejo Directivo: Es nombrado por la Asamblea de Accionistas, consta de 7 miembros: Presidente, Vicepresidente, Secretario, Tesorero y 3 Vocales.
- Gerente General: Es la máxima autoridad administrativa de la Bolsa, alrededor de sus decisiones gira la actividad ordinaria de la Bolsa.
- Gerencias de Departamentos: Son los cuerpos encargados de velar por el cumplimiento de las políticas dictadas por la Gerencia General. Existen dos Gerencias de Departamento: La Gerencia de Administración y Finanzas, y la Gerencia de Operaciones.

-
4. Llevar el registro de empresas y títulos valores admitidos a cotización.
 5. Supervisar que las operaciones que realizan los Puestos y Agentes Corredores de Bolsa se lleven a cabo dentro de las normas legales.
 6. Informar al público sobre las cotizaciones de los títulos y la situación financiera de las empresas admitidas a su cotización.

ORGANIZACION INTERNA DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

Los principales entes dentro de la estructura administrativa de la Bolsa son:

- Asamblea de Accionistas: Está integrada por todos los accionistas de la sociedad, deben reunirse una vez al año en forma ordinaria y en forma extraordinaria cuando medie convocatoria del Consejo Directivo.
- Consejo Directivo: Es nombrado por la Asamblea de Accionistas, consta de 7 miembros: Presidente, Vicepresidente, Secretario, Tesorero y 3 Vocales.
- Gerente General: Es la máxima autoridad administrativa de la Bolsa, alrededor de sus decisiones gira la actividad ordinaria de la Bolsa.
- Gerencias de Departamentos: Son los cuerpos encargados de velar por el cumplimiento de las políticas dictadas por la Gerencia General. Existen dos Gerencias de Departamento: La Gerencia de Administración y Finanzas, y la Gerencia de Operaciones.

-
4. Llevar el registro de empresas y títulos valores admitidos a cotización.
 5. Supervisar que las operaciones que realizan los Puestos y Agentes Corredores de Bolsa se lleven a cabo dentro de las normas legales.
 6. Informar al público sobre las cotizaciones de los títulos y la situación financiera de las empresas admitidas a su cotización.

ORGANIZACION INTERNA DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

Los principales entes dentro de la estructura administrativa de la Bolsa son:

- Asamblea de Accionistas: Está integrada por todos los accionistas de la sociedad, deben reunirse una vez al año en forma ordinaria y en forma extraordinaria cuando medie convocatoria del Consejo Directivo.
- Consejo Directivo: Es nombrado por la Asamblea de Accionistas, consta de 7 miembros: Presidente, Vicepresidente, Secretario, Tesorero y 3 Vocales.
- Gerente General: Es la máxima autoridad administrativa de la Bolsa, alrededor de sus decisiones gira la actividad ordinaria de la Bolsa.
- Gerencias de Departamentos: Son los cuerpos encargados de velar por el cumplimiento de las políticas dictadas por la Gerencia General. Existen dos Gerencias de Departamento: La Gerencia de Administración y Finanzas, y la Gerencia de Operaciones.

-
4. Llevar el registro de empresas y títulos valores admitidos a cotización.
 5. Supervisar que las operaciones que realizan los Puestos y Agentes Corredores de Bolsa se lleven a cabo dentro de las normas legales.
 6. Informar al público sobre las cotizaciones de los títulos y la situación financiera de las empresas admitidas a su cotización.

ORGANIZACION INTERNA DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

Los principales entes dentro de la estructura administrativa de la Bolsa son:

- Asamblea de Accionistas: Está integrada por todos los accionistas de la sociedad, deben reunirse una vez al año en forma ordinaria y en forma extraordinaria cuando medie convocatoria del Consejo Directivo.
- Consejo Directivo: Es nombrado por la Asamblea de Accionistas, consta de 7 miembros: Presidente, Vicepresidente, Secretario, Tesorero y 3 Vocales.
- Gerente General: Es la máxima autoridad administrativa de la Bolsa, alrededor de sus decisiones gira la actividad ordinaria de la Bolsa.
- Gerencias de Departamentos: Son los cuerpos encargados de velar por el cumplimiento de las políticas dictadas por la Gerencia General. Existen dos Gerencias de Departamento: La Gerencia de Administración y Finanzas, y la Gerencia de Operaciones.

MECANICA DE LAS OPERACIONES EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES

Toda propuesta de compra o venta se hace en voz alta de manera que participe el mayor número posible de Agentes Corredores en la transacción. Una vez acordada la operación se firma una boleta con las características del título valor. Esta descripción es colocada en una pizarra a efecto de que todos los corredores tengan conocimiento de la operación, y puedan ofrecer un mayor precio de compra o un menor precio de venta. La oferta y demanda determinan la cotización final de los títulos.

EL CONTRATO DE OPERACION DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES

Es un comprobante que recoge los principales datos de una negociación: Tipo de documento, plazo, tasa de interés, días de vencimiento, fecha de pago y periodicidad de los intereses, valor facial y cualquier otra característica necesaria para identificar claramente la transacción que se lleva a cabo.

FORMALIZACION DE UNA NEGOCIACION DE VALORES

Una vez llenado el contrato de operación, las características del título se transcriben a la pizarra y se concede un minuto de tiempo antes de declarar el trato definitivamente cerrado. Durante ese lapso, los demás corredores interesados en la operación pueden ofrecer precios más elevados al de la contratación inicial. Pasado el minuto de tiempo, la operación se declara cerrada y es firmada por el Director del Corro autorizando con ello la liquidación correspondiente.

LAS "PUJAS"

Las transacciones en Bolsa se anotan en la pizarra du-

-
4. Llevar el registro de empresas y títulos valores admitidos a cotización.
 5. Supervisar que las operaciones que realizan los Puestos y Agentes Corredores de Bolsa se lleven a cabo dentro de las normas legales.
 6. Informar al público sobre las cotizaciones de los títulos y la situación financiera de las empresas admitidas a su cotización.

ORGANIZACION INTERNA DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

Los principales entes dentro de la estructura administrativa de la Bolsa son:

- Asamblea de Accionistas: Está integrada por todos los accionistas de la sociedad, deben reunirse una vez al año en forma ordinaria y en forma extraordinaria cuando medie convocatoria del Consejo Directivo.
- Consejo Directivo: Es nombrado por la Asamblea de Accionistas, consta de 7 miembros: Presidente, Vicepresidente, Secretario, Tesorero y 3 Vocales.
- Gerente General: Es la máxima autoridad administrativa de la Bolsa, alrededor de sus decisiones gira la actividad ordinaria de la Bolsa.
- Gerencias de Departamentos: Son los cuerpos encargados de velar por el cumplimiento de las políticas dictadas por la Gerencia General. Existen dos Gerencias de Departamento: La Gerencia de Administración y Finanzas, y la Gerencia de Operaciones.

el precio de la negociación cuando el plazo, cantidad y calidad del título se ajusten a las condiciones pactadas.

CONTADO

Pago que se realiza en el momento de entrar el comprador en posesión de la cosa objeto de la transacción.

EXIGIBLE

Obligación susceptible de ser requerida.

FIADOR

Persona que garantiza el cumplimiento de una obligación principal, en el caso de que el deudor inicial no lo haga.

JUGAR EN BOLSA

Invertir en Bolsa, en valores netamente especulativos, con el fin de obtener beneficios a corto plazo.

OPEN MARKET (OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO)

Operaciones de compra-venta de valores mobiliarios efectuadas por las autoridades económicas, con el objeto de regular la liquidez del sistema monetario: venden títulos cuando pretenden reducir los medios de pago, y compran cuando desean incrementarlos.

CON DESCUENTO

Cotización inferior al valor nominal de un título.

CON PREMIO

Cotización superior al valor nominal de un título.

DICCIONARIO BURSATIL

Títulos Valores

Bolsa
Nacional
de Valores



DICCIONARIO BURSATIL

TERMINOS USADOS EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES

TITULOS VALORES

Los títulos valores son documentos de naturaleza mercantil, constituidos según determinados requisitos formales, que obedecen a una particular ley de circulación, y que contienen incorporado, el derecho del legítimo poseedor a una prestación en dinero o en mercancías.

CLASIFICACION DE LOS TITULOS VALORES

Existen muchas clasificaciones de los títulos valores, en nuestro país son de particular interés las siguientes:
a) según los requisitos formales para su traspaso, los títulos valores se dividen en documentos: a la orden, al portador y nominativos, b) según la modalidad en que generen rendimientos se pueden agrupar en títulos de renta fija y títulos de renta variable.

TITULOS AL PORTADOR

Son títulos cuya emisión está sujeta a regulaciones por parte del Banco Central de Costa Rica. Su traspaso es efectivo con la simple entrega del título a otra persona, sin ningún otro requisito o formalidad.

TITULOS NOMINATIVOS

Son títulos cuya emisión está libre de regulaciones por parte del Banco Central de Costa Rica. Para realizar su traspaso es necesario suscribir un contrato de cesión.

TITULOS A LA ORDEN

Son títulos cuya emisión está libre de regulaciones por parte del Banco Central de Costa Rica; el traspaso del documento se hace por endoso y entrega.

ENDOSO

Es una declaración unilateral consistente en la firma, mediante la cual el legítimo poseedor a través de la entrega transmite un título a la orden facultando al adquirente para el ejercicio de los derechos cambiarios.

CESION

Es un contrato en virtud del cual una parte traspasa a la otra un título valor. Ambas partes deben firmar y es necesario notificar al emisor del traspaso realizado.

TITULOS DE RENTA FIJA

Los títulos de renta fija son aquellos en los que el inversionista recibe un rédito determinado en un cierto plazo, cualquiera que sea la situación financiera del ente emisor. Independientemente de que la empresa tenga ganancias o pérdidas, existe la obligación de dar al inversionista un monto fijo de dinero como pago a su inversión.

TITULOS DE RENTA VARIABLE

Los títulos de renta variable son aquellos en los que el inversionista no tiene certeza acerca de la futura retribución sobre su inversión. Esto no es constante, sino que depende de la situación financiera del emisor. Si hay ganancias se logra una tasa de rentabilidad, pero si ocurren pérdidas, no existe compromiso de retribuir al inversionista con un monto fijo de dinero. El caso típico de títulos de renta variable lo representan las acciones.

TITULOS INSCRITOS Y NO INSCRITOS EN BOLSA

Los títulos inscritos son aquellos cuyas empresas emisoras se encuentran debidamente registradas en una Bolsa de comercio reconocida, y por ello son susceptibles de oferta pública, y libremente negociables en el mercado bursátil.

Los títulos no inscritos también se pueden negociar. Sin embargo ni la Bolsa, ni el agente corredor garantizan la legitimidad de los mismos, como sí ocurre con los títulos inscritos. La transacción se lleva a cabo bajo la exclusiva responsabilidad de las partes.

En ningún caso se garantiza la solvencia de las empresas emisoras.

OFERTA PUBLICA

Consiste en el ofrecimiento que una persona o empresa realiza al público a través de publicaciones: periódicos, folletos, revistas, circulares y demás medios publicitarios o la instalación de una oficina y el nombramiento de agentes con el mismo fin.

Los títulos emitidos por sociedades no podrán ofrecerse públicamente sino después de haberse inscrito en una Bolsa reconocida de comercio.

TITULOS VALORES QUE SE TRANSAN EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES S.A.

En la Bolsa Nacional de Valores se transan títulos del sector público y del sector privado. Los Certificados de Depósito a Plazo y los Bonos constituyen los títulos más importantes del Gobierno, en tanto que los Certificados de Inversión y las Aceptaciones Bancarias son los títulos más importantes de las empresas privadas.

Los emisores del sector privado inscritos en la Bolsa, son estudiados acuciosa y continuamente por un departamento especializado de tal forma que se asegura al inversionista que las empresas son sólidas, serias, ó. denadas y tienen liquidez para hacer frente a las obligaciones contraídas.

VENTAJA DE COMPRAR UN TITULO VALOR

Los fondos de ahorro pueden guardarse como dinero ocioso, o invertirse en títulos valores. La compra de títulos valores se hace con el objeto de lograr una ganancia: se sacrifica liquidez a cambio de rentabilidad, siendo ésta más alta cuanto mayor sea el plazo al que se renuncie al uso del dinero.

IMPUESTOS QUE PESAN SOBRE LOS TITULOS VALORES

Actualmente existen tres tipos de impuestos sobre los títulos valores: a) Impuestos sobre los intereses que generen los títulos de renta fija. Se cobra un monto único cuya retención debe hacerla el ente emisor a_1 : Títulos nominativos (5%) a_2 : Títulos al portador emitidos por empresas inscritas en una bolsa de comercio (5%) a_3 : Títulos al portador emitidos por empresas no inscritas en Bolsas de Comercio reconocidas (15%), b) Impuestos sobre los descuentos de cualquier título o intereses de títulos a la orden. Estos ingresos deben ser declarados dentro de la renta bruta gravable de las empresas y se les aplica la tarifa correspondiente a la escala impositiva en que se ubique para efecto del pago de impuestos, c) Impuesto a las ganancias de capital: se refiere a la compra-venta de acciones. El vendedor debe pagar un 15% sobre la diferencia entre el valor de venta y el costo de la acción.

CERTIFICADO DE DEPOSITO A PLAZO

Los Certificados de Depósito a Plazo (C.D.P.) son valores emitidos por los bancos estatales, a diferentes plazos de tiempo. Son títulos a la orden o al portador que devengan intereses hasta la fecha de su vencimiento. El pago se hace mediante cupones al portador pagaderos trimestralmente que se entregan simultáneamente con el documento principal.

Los C.D.P. agrupan una parte muy importante de los negocios bursátiles.

BONOS

Los Bonos son títulos valores emitidos en serie y al portador; contienen la obligación de pagar una suma de dinero, en un plazo determinado a una tasa fija. En Costa Rica, el principal emisor de bonos es el Estado, quien en el pasado los emitía en modalidad de títulos a 20 años plazo, con una tasa de interés del 8%. En épocas recientes, el Gobierno ha emitido bonos con tasas de interés elevadas y a cortos plazos a efecto de competir con el sector privado en la captación de recursos para financiar su déficit.

Este nuevo tipo de bonos se denominan "Títulos de propiedad sobre Bonos Deuda Interna", o más brevemente "Bonos del Decreto".

CERTIFICADOS DE INVERSION

Los Certificados de Inversión son títulos emitidos por las empresas privadas para captar fondos. Pueden ser nominativos, al portador o a la orden con tasas de interés fijas o fluctuantes según las condiciones del mercado. Los Certificados de Inversión han incrementado recientemente su importancia relativa en el total de negociaciones de Bolsa.

TITULOS DE LA PRESA

El Banco Central de Costa Rica, como compensación cambiaria por los depósitos congelados a raíz de la presa de divisas, emitió y colocó en 1981 (entre los exportadores e importadores) los llamados Títulos de la Presa. Estos son Certificados de Depósito a Plazo en dólares con plazos de 3 a 6 años, vencimientos semestrales y con intereses calculados a la tasa de interés Libor, que se devengan hasta la fecha de vencimiento.

Conforme se fue agudizando la escasez de divisas en el país, los títulos originales "de la presa" sufrieron dos

transformaciones, a saber: 1) La "colonización" y 2) La reestructuración.

1. Títulos "colonizados": Surgieron a raíz de la imposibilidad del Banco Central de pagar los documentos en dólares. Consecuentemente los canjeó por depósitos en colones a dos años plazo, a una tasa del 22.5% anual. Estos son los llamados C.D.P. del Banco Central del 22.5% .
2. Títulos "reestructurados": Surgieron cuando esta institución se vio en la obligación de canjear los títulos iniciales con fecha de vencimiento al 31 de diciembre de 1984, por otros C.D.P. Presa cuya fecha de vencimiento es el 31 de diciembre de 1991.

CERTIFICADO DE ABONO TRIBUTARIO

Los Certificados de Abono Tributario (C.A.T.) son títulos emitidos por el Banco Central de Costa Rica, con el fin de fomentar las exportaciones no tradicionales. Son emitidos en moneda nacional, al portador y equivalen a un 15% del valor F.O.B. de las ventas externas. El exportador recibe el C.A.T. en el momento que entrega al Banco las divisas que generó su venta en el extranjero.

ACEPTACIONES BANCARIAS

Son títulos valores emitidos por empresas privadas a su propia orden, y a favor de una tercera persona, estando avaladas por un banco. Las aceptaciones son letras de cambio con la única excepción que están respaldadas por una institución bancaria.

LETRA DE CAMBIO

Son títulos valores a la orden, dotados de eficacia ejecutiva. Incorporan la obligación autónoma de pagar a

su poseedor legítimo al vencimiento, una suma determinada de dinero, vinculando para ello solidariamente a todos sus firmantes. Algunas letras no reconocen intereses, sino que se colocan con descuento en el mercado.

PAGARE

Es un título valor cambiario que consiste en una orden condicional de pago de una suma determinada de dinero realizada por una persona en favor de otra dentro de un determinado plazo.

ACCIONES

Las acciones son títulos mediante los cuales se acredita y transmite la calidad de socio en una sociedad anónima, y por lo tanto representa una parte alícuota del capital social de una empresa. Se diferencia de otros títulos negociados en la Bolsa por el hecho de que no implican un pago periódico previamente especificado. Por el contrario la retribución de las acciones es variable y está condicionada a los resultados financieros de la empresa y a la decisión de la Asamblea General Ordinaria.

REPOSICION DE TITULOS VALORES

En caso de extravío, robo, hurto o destrucción de los títulos se sigue el siguiente procedimiento:

Títulos Nominativos:

Se solicita al anterior emisor la reposición, que será realizada por éste a través de un duplicado luego de transcurridos 15 días desde la última publicación de un aviso que aparecerá tres veces consecutivas en La Gaceta. Lo anterior siempre y cuando no aparezca en el registro del emisor un traspaso anterior a la fecha de petición de la reposición.

Títulos a la Orden:

El desposeído solicita al otro emisor la reposición del título en los mismos términos del original. Los fiadores y endosantes están obligados a reponer sus firmas, pero es necesario que el desposeído garantice a los firmantes mediante hipoteca o garantía similar, que el documento no va a aparecer en el término de la prescripción, en manos de un tercero de buena fe. Una vez realizada la garantía y transcurridos 15 días de la publicación de un aviso en La Gaceta se extenderá el duplicado.

Títulos al Portador:

El desposeído gestiona ante los tribunales la reposición del título. El juez ordena la publicación de 3 edictos en el Boletín Judicial con 8 días de intervalo cada uno, citando a interesados.

Si se presenta un tercero alegando derechos dentro del término de un mes después de la última publicación, éste deberá presentar demanda ordinaria en el plazo de un mes. Si no la presenta sólo condena a pagar costos por daños y perjuicios.

Vencido el término el juez ordenará mediante garantía, el pago de intereses o dividendos al desposeído. Mientras se realizan estas gestiones se podrá ordenar que se depositen en la cuenta del juzgado los intereses o dividendos devengados, o bien, que se deposite el valor del título en la misma cuenta, quedando libre de responsabilidad el emisor.

Pasado un año desde la última publicación del edicto sin que haya habido reclamo alguno de tercero o encontrándose en firme la sentencia del juicio ordenado,

el juez ordenará al emisor la extensión de un duplicado o el pago, según sea el caso.

FIANZA

Es un contrato en virtud del cual un sujeto garantiza el cumplimiento de una obligación asumida por una persona en un título valor. En caso de incumplimiento, le corresponderá el pago al fiador.

AVAL

Representa una garantía que se da en los títulos valores a través de la firma de una persona en favor del deudor, respondiendo de igual forma que la persona que garantiza. Aunque resulte nula la obligación garantizada por cualquier causa, será válido el aval.

EMISION

Creación jurídica de títulos valores. Para las emisiones de las sociedades anónimas se exigen diversos requisitos.

EMISOR

Ente jurídico que desarrolla una emisión de títulos valores.

OBLIGACION

Vínculo jurídico que liga a dos o más personas, en virtud del cual uno de ellos —deudor— queda sujeto a realizar una prestación en favor de la otra —acreedor— consistente en dar, hacer o no hacer alguna cosa.

Dentro de los títulos valores el concepto de obligación se utiliza para designar un género de títulos valores (bonos, Certificados de Inversión, debentures) emitidos por sociedades. No representan una partici-

pación en el capital social, sino que incorporan una deuda de la sociedad hacia el dueño o tenedor del título, de manera que generan rentas fijas o intereses.



**Bolsa
Nacional
de Valores**

**Empresas Inscritas
en Bolsa**

**DICCIONARIO
BURSATIL**

DICCIONARIO BURSATIL

TERMINOS USADOS EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES.

EMPRESAS QUE PARTICIPAN EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

Actualmente, hay cerca de 50 empresas del sector privado inscritas en la Bolsa Nacional de Valores, S.A., las cuales colocan títulos en el mercado bursátil a fin de proveerse de los recursos necesarios para financiar sus necesidades de capital de trabajo, así como sus proyectos de inversión. Estas ofrecen tasas de interés muy atractivas, superando en algunos casos en varios puntos porcentuales a los rendimientos que brindan los documentos del sector público. Lo anterior ha hecho del sector privado, uno con importancia creciente en las negociaciones de Bolsa.

IMPORTANCIA RELATIVA DEL SECTOR PRIVADO DENTRO DEL VOLUMEN DE NEGOCIACIONES

En la actualidad, el sector privado representa cerca del 30% del total de las negociaciones bursátiles. Los documentos que mayormente se negocian son: Los Certificados de Inversión, los Títulos de las Mutuales, las Aceptaciones Bancarias y Letras de Cambio.

REQUISITOS DE INSCRIPCION DE TITULOS EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

Solamente las sociedades anónimas pueden inscribir valores en la Bolsa Nacional de Valores, S.A. Para realizar esta inscripción es necesario que se cumplan una serie de requisitos, tanto de carácter legal como financiero, entre los que destacan:

1. Exposición de los motivos y fines que persigue la empresa emisora.
2. Estados financieros que demuestran que la empresa

tiene solvencia, liquidez y rendimientos adecuados a las circunstancias del mercado.

3. Información sobre las características fiscales, organización laboral e instalaciones con que cuenta la empresa.
4. Planes futuros de la compañía, estableciendo las bases que sirvieran para su elaboración y la oportunidad con que serán puestos en práctica.

VENTAJAS DE INSCRIBIR TITULOS VALORES EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

De conformidad con lo estipulado en el artículo 403 del Código de Comercio, solamente se puede hacer oferta pública de títulos valores cuando éstos están debidamente registrados en la Bolsa.

Por lo tanto, la inscripción en Bolsa abre la posibilidad de promocionar públicamente la captación de recursos, estrategia que está vedada a las empresas no inscritas en una Bolsa de comercio reconocida.

SEGUIMIENTO A LAS EMPRESAS INSCRITAS EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

Una vez que una empresa se inscribe en la Bolsa Nacional de Valores, S.A., es objeto de un seguimiento continuo a efecto de garantizar al inversionista seriedad administrativa en el manejo de la firma. Para lograr tal propósito, las empresas están obligadas a:

1. Comunicar oportunamente cualquier cambio que se produzca en la naturaleza de sus negocios, así como nuevos nombramientos o renunciaciones de los administradores y sustitución de los Contadores Públicos Autorizados.
2. Enviar mensual, trimestral y anualmente informa-

ción detallada respecto a los resultados económicos de la empresa, así como notificar acerca de todas las convocatorias de Asambleas Generales de Accionistas.

DESINSCRIPCION DE EMPRESAS EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

La Bolsa se reserva el derecho de desinscribir empresas en el caso en que éstas incumplan con lo estipulado en el Reglamento General de Bolsa.

Las faltas de mayor gravedad son:

- 1. No proporcionar la información financiera mensual, trimestral, y anual que se les solicita.**
- 2. No ajustarse a las políticas dictadas por la Junta Directiva con el fin de mejorar desequilibrios financieros que se consideran peligrosos para la buena marcha y solvencia de la empresa.**
- 3. Incumplir con el pago de cuotas anuales de mantenimiento establecido por la Bolsa.**
- 4. No atender el servicio de las emisiones, en cuanto al pago de intereses y amortización.**

PRINCIPALES INSTRUMENTOS CON LOS CUALES SE EVALUAN LAS EMPRESAS INSCRITAS EN BOLSA

Para mostrar en forma efectiva la operación, evolución y resultados económicos de una empresa, es necesario recurrir al análisis de razones financieras, así como al estudio de su posición en el mercado y de su organización administrativa general.

Los instrumentos de análisis financieros usados con mayor frecuencia son: El Balance General, el Estado de Resultados y el Flujo de Efectivo. Se emplean tam-

bién los indicadores de liquidez, endeudamiento, actividad y rentabilidad.

RAZONES FINANCIERAS

1. Los indicadores de liquidez: muestran la capacidad de una empresa para satisfacer sus obligaciones a corto plazo y la disponibilidad de sus activos circulantes para ser convertidos en efectivo en el corto plazo.
2. Las razones de endeudamiento: miden el monto del dinero de terceros que se utiliza en el esfuerzo para generar utilidades.
3. Las medidas de rentabilidad permiten evaluar las ganancias de la empresa con respecto a un nivel dado de ventas, de activos, de la inversión de los dueños y del capital de trabajo.
4. Las razones de actividad: miden la eficiencia con que se están empleando los recursos de una empresa.

ESTADOS FINANCIEROS

Los estados financieros empleados con mayor frecuencia en el análisis de empresas son:

1. El Balance General que muestra la situación de activos, pasivos y patrimonio de una empresa en un *momento* particular.
2. El Estado de Resultados que muestra los efectos netos de operación (ingresos, gastos y ganancias) de una empresa durante un *período* determinado.
3. El flujo de efectivo, que muestra cómo la empresa planifica sus egresos futuros, en relación a los ingresos esperados en un período de tiempo determinado.



**Bolsa
Nacional
de Valores**

**Tasas de Interés
y rendimientos**

**DICCIONARIO
BURSATIL**

DICCIONARIO BURSATIL

TERMINOS USADOS EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES.

INTERESES

Es la suma de dinero que recibe un individuo por invertir sus ahorros en títulos valores. El interés es la retribución monetaria que se recibe en un período futuro como compensación por renunciar a mantener —en el presente— los saldos de dinero en efectivo. Se calcula de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$I = C \cdot i \cdot t$$

donde: I = Monto de intereses generados.

C = Capital inicial.

i = Tasa de interés anual.

t = Tiempo transcurrido entre el inicio y al final de la transacción.

TASA DE INTERES

Es la relación del capital invertido, al interés ganado. Si una inversión de ₡200 genera ₡20 en el lapso de un año, la tasa de interés se define como:

$$\frac{20}{200} \times 100 = 10\%$$

PROCESO DE ACUMULACION DEL CAPITAL

Una inversión inicial C en títulos valores, aumenta en valor a través del tiempo para convertirse en un capital acumulado S a la fecha de vencimiento del documento. Se define $S = C + I$; o sea que el capital final es la suma de la inversión inicial y los intereses generados.

TASA DE INTERES SIMPLE

Un sujeto que posea un capital inicial C y lo ponga a

ganar intereses, bajo el sistema de tasa de interés simple, tendrá un monto acumulado S , al final del período que responde al siguiente proceso de acumulación

$$S = C + I$$

$$S = C + C \times i \times t \quad \text{siendo } i = \text{tasa de interés anual.}$$

$$S = C (1 + i \times t)$$

TASA DE INTERES COMPUESTA

Un individuo que posea un capital al inicio de un período y lo ponga a ganar intereses bajo el sistema de tasa de interés compuesta, tendrá un monto acumulado S , al final del período que responde al siguiente proceso de acumulación:

$$S = C (1 + j)^n \quad \text{siendo } j = \text{la tasa de interés anual convertible } p \text{ veces al año.}$$

$$\text{Se define } j = \frac{i}{p}$$

DIFERENCIAS ENTRE EL INTERES SIMPLE Y EL INTERES COMPUESTO

La diferencia fundamental entre ambos procesos de acumulación radica en que con el sistema de interés simple solamente el capital inicial genera intereses, mientras que con el interés compuesto, las ganancias obtenidas se adicionan al capital para obtener más intereses.

RENDIMIENTO NOMINAL DE UN TITULO

Es la tasa de interés que está consignada en el documento que se compra. Se le conoce también como tasa de interés facial.

RENDIMIENTO "EFECTIVO" DE UN TITULO

Es la ganancia neta que se obtiene al invertir en un título. Toma en cuenta la tasa nominal del documento,

a la cual se debe adicionar la utilidad que se obtiene si la compra se hace con descuento, y restar el pago por concepto de comisiones.

EL T.I.S. (TASA DE INTERES SIMPLE)

El T.I.S. es una tasa de rentabilidad efectiva calculada de acuerdo a la modalidad de interés simple.

FORMULA DEL T.I.S. USADA EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

El cálculo del T.I.S. en la Bolsa Nacional de Valores, S.A., se guía por los criterios teóricos del cálculo del interés simple.

El ingreso bruto (acumulado al final del período) se define como los ingresos por intereses que genera la inversión inicial, más la recuperación del principal.

$$S = (DA + DV) \times \frac{TN}{360} + 1$$

donde: DA = días de interés "acumulados"

DV = días de interés "al vencimiento"

TN = tasa nominal de interés

1 = recuperación del principal invertido.

Para calcular el costo de adquisición del título o el monto del capital inicial, se contabilizan todas las erogaciones que realiza el comprador del título: precio, comisión, y reconocimiento de días acumulados de interés.

$$C = P + \text{com} + DA \times \frac{TN}{360}$$

donde: P = Precio al que se lleva a cabo la transacción.

com = comisión que debe pagarse.

Para poder comparar los resultados provenientes de títulos con distintas fechas de vencimiento, es necesario transformar todos los valores de una unidad de referencia común: un año natural.

$$\text{Anualización} = \frac{360}{DV}$$

Unificando las definiciones anteriores, se llega a la fórmula general empleada en la Bolsa Nacional para el cálculo del T.I.S.

$$\text{T.I.S.} = \frac{\left\{ (DA + DV) \times \frac{TN}{360} + 1 \right\} - \left\{ (DA \times \frac{TN}{360} + P + \text{com}) \right\}}{(DA \times \frac{TN}{360} + P + \text{com})} \times \frac{360}{DV} \times 100$$

EL T.I.R. (TASA INTERNA DE RETORNO)

El T.I.R. es una tasa de rentabilidad efectiva calculada de acuerdo a la modalidad de interés compuesto. Se define como aquella tasa que iguala el costo de compra de un documento con el valor actual de los flujos futuros.

FORMULA DEL T.I.R. USADA EN LA BOLSA NACIONAL DE VALORES, S.A.

La tasa T.I.R. es aquella que iguala la siguiente ecuación:

$$C = I \cdot A \overline{n} j + \frac{S}{(1 + j)^n}$$

Siendo: C = inversión inicial

I = flujo de intereses por período de conversión

$A\bar{n}|j$ = valor presente de una anualidad de n períodos, convertidos a una tasa de interés j .

S = valor nominal del documento a la fecha de vencimiento.

j = tasa de interés por período de conversión

n = número de períodos de conversión.

TASA LIBOR

Las siglas LIBOR se refieren a la Tasa de Interés Interbancaria de Londres (London Interbanking Offering Rate). Esta es una tasa pasiva, fijada por el Banco Central de Londres y se emplea como punto de referencia para la mayor parte de las decisiones financieras a nivel internacional.

TASA PRIME RATE

La PRIME RATE es una tasa pasiva, conocida como la tasa preferencial de los Bancos Comerciales de los Estados Unidos. Es fijada por el Banco de la Reserva Federal, y, al igual que el LIBOR, es un punto de referencia en las negociaciones financieras internacionales.

DOW-JONES

El DOW-JONES es un índice bursátil empleado en la Bolsa de Nueva York. Se elabora en base al promedio de las cotizaciones de acciones de 30 empresas líderes en el campo industrial.

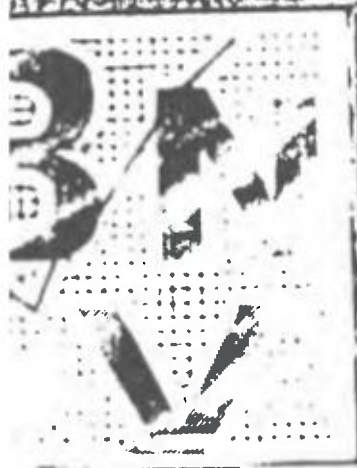
SPLIT

Práctica usada en las empresas de atomizar el capital, a efecto de disminuir el valor de las acciones. Ejemplo:

Se tienen 100 acciones de ₡10.00 cada una, se transforman en 1000 acciones de ₡1.00.

SPREAD

El "SPREAD" es el diferencial entre tasas de interés activas y pasivas, que puede aprovecharse para obtener una ganancia financiera.



**Bolsa
Nacional
de Valores**

Indices Bursátiles

**DICCIONARIO
BURSATIL**

DICCIONARIO BURSATIL

TERMINOS USADOS EN LA

BOLSA NACIONAL DE VALORES

INDICE BURSATIL

Un índice bursátil es un instrumento estadístico empleado para estudiar la evolución de las negociaciones en un mercado de valores.

INDICE DE LA BOLSA NACIONAL DE VALORES

El método de análisis empleado en la Bolsa Nacional de Valores, S.A., consiste en registrar las transacciones de un día (semana o mes) cualquiera, y compararlas con el valor promedio (diario, semanal o mensual) del período fiscal anterior, a efecto de observar patrones cíclicos de comportamiento o cambios en la tendencia secular.

El índice general está formado por dos componentes primarios: la cantidad transada, y el precio de negociación. Se define entonces:

$IV = IQ \times IP$ siendo IV: índice de volumen, IQ: índice de cantidades, e IP: índice de cotizaciones.

AGRUPACION DE TITULOS VALORES EN EL INDICE

Actualmente, se negocian alrededor de 40 tipos distintos de documentos en la Bolsa, todos los cuales se contemplan en la elaboración del índice bursátil. Para facilitar el análisis estadístico, los valores se han agrupado en 9 grupos, a saber:

01-C.D.P. Colones, 02-C.D.P. Dólares, 03-C.A.T., 04-Bonos Sector Público, 05-C.D.P. Presa, 06-Otros títulos del Sector Público,¹ 07-Certificados de Inversión, 08-Otros Títulos del Sector Privado,² 09-Mutuales.

METODOLOGIA DE CALCULO

El índice bursátil compara el monto presente de las negociaciones, con el valor registrado en un período base. El gran dinamismo en el crecimiento de las operaciones bursátiles año a año, hace que sea poco relevante remitir la comparación de la actividad de Bolsa de un día particular a un dato base situado mucho tiempo atrás. Por consiguiente, la metodología usada es la de utilizar como dato base el valor promedio de la variable de interés en el ejercicio fiscal inmediatamente anterior al analizado.

FORMULA DEL INDICE

El índice general (sea esto de volumen, cantidad o precios) es una agregación ponderada de los índices por rubros particulares de títulos. Así:

$$IV = \sum_{j=0}^n iv_j * P_j$$

IV: Índice general de volumen

iv: Índice de un grupo particular de título

P: Es la ponderación asignada a cada grupo de títulos.

Particularizando:

$$IV = iv_{01} P_{01} + iv_{02} P_{02} + \dots + iv_{0n} P_{0n}$$

INTERPRETACION DEL INDICE BURSATIL

Los valores base se denotan como 100, y el cálculo del índice da por resultado un número que es un por-

1. Incluye como partidas principales a los Certificados de Inversión Hipotecaria y los Certificados de Ahorro a Plazo.
2. Incluye como partidas principales los Pagarés, Letras de Cambio, Aceptaciones Bancarias y Acciones.

centaje de 100. Esta diferencia representa la tasa de variación de la actividad de ese día respecto a la base. Por ejemplo, un valor del índice de 125 indica que las negociaciones del día fueron 25% más elevadas que el promedio diario del período fiscal anterior. Lo mismo se aplica para los valores semanales o mensuales.

DISPONIBILIDAD DE ESTADÍSTICAS

La Bolsa cuenta con un conjunto de cuadros relativos a la evolución de los índices, que están disponibles al público, previa solicitud del interesado.

Existe un conjunto muy completo de estadísticas a partir del año 1982, y su actualización se realiza diariamente.

NUEVO INDICE BURSÁTIL (N.I.B.)

Para tratar de cuantificar de mejor manera la actividad bursátil desarrollada en un mundo de obligaciones, se implementó en el año 1985, un nuevo índice que contempla como variables relevantes el rendimiento de los títulos valores y el valor facial de éstos.

$$nib = R \cdot F$$

donde:

- R: rendimiento efectivo. Se refiere a un promedio ponderado de las diferentes clases de títulos, a distintos plazos de vencimiento.
- F: Valor facial de los documentos, deflatados por un índice de precios.

PONDERACIONES DEL N.I.B.

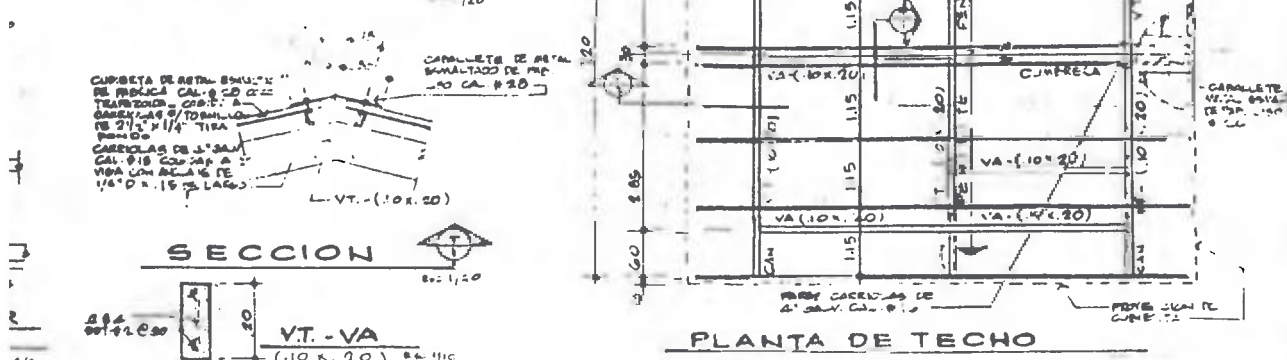
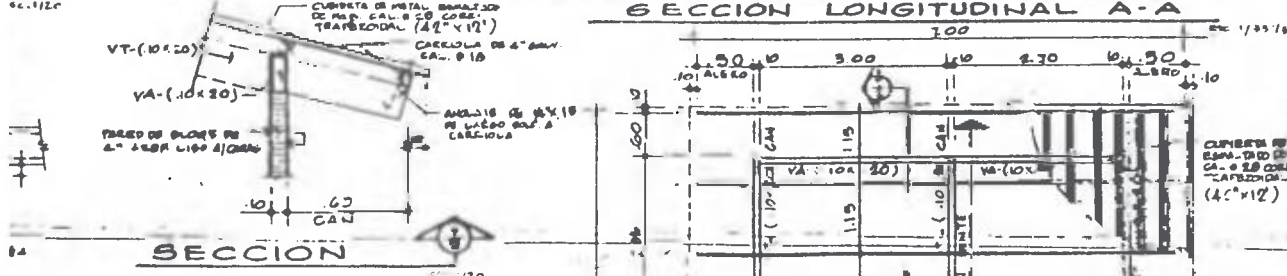
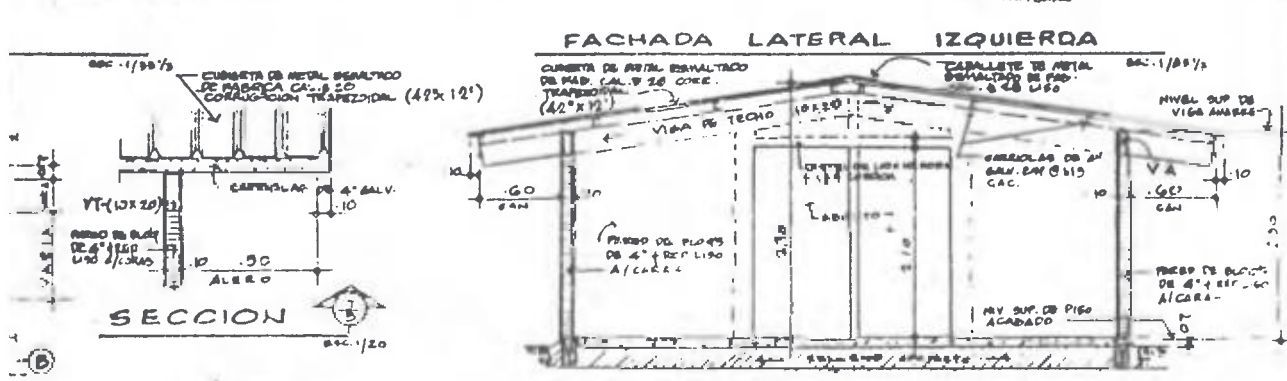
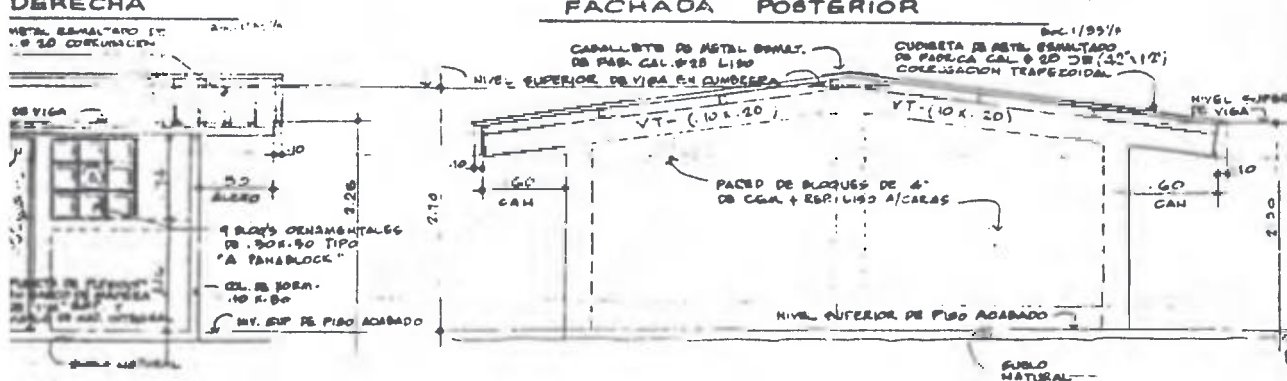
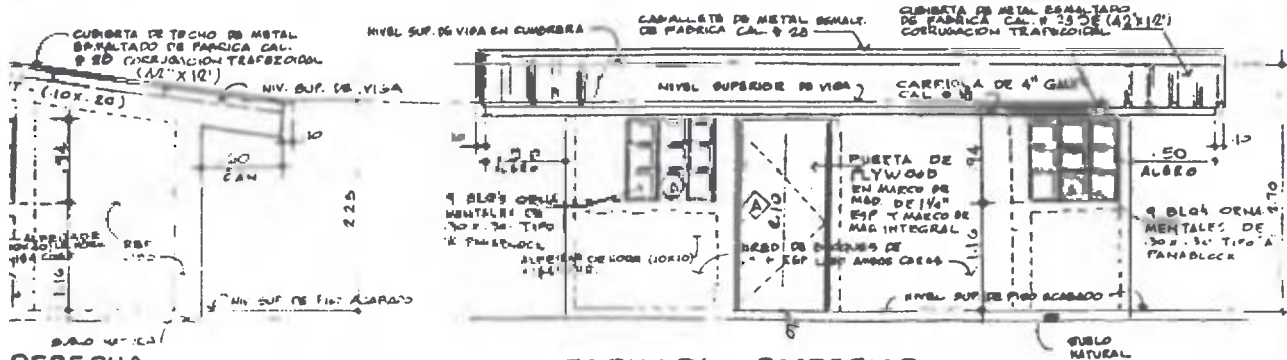
El N.I.B. está compuesto por dos valores definidos como:

ANEXO 4

PLANO DE REFERENCIA DEL PROYECTO DE VIVIENDA UNIFAMILIAR

NOTA : (PARA VIVIENDAS DE PARVIS)

- NO SE ESTIMO REPELLO DE PAREDES Y SE REDUJO EL ESPESOR DEL PISO DE 10 A 07
- EL CALIBRE DE LAS CARRILLAS ES DE CAL. # 10
- EL ZINC ESMALTADO SE CAMBIO A GALVANIZADO CAL. # 20
- SE ELIMINO LA PINTURA BARR Y VINIL



MINISTERIO DE VIVIENDA

VIVIENDA UNIFAMILIAR

50.00 M²

PROGRAMA PARVIS

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

INSTITUTO TECNOLÓGICO DE AERONAUTICA

SECRETARÍA DE EDUCACIÓN PÚBLICA

SECRETARÍA DE ECONOMÍA

SECRETARÍA DE ENERGÍA

SECRETARÍA DE FOMENTO ECONÓMICO

SECRETARÍA DE GOBIERNO INTERIOR

SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

SECRETARÍA DE INDUSTRIA, COMERCIO Y TURISMO

SECRETARÍA DE JUSTICIA FEDERAL

SECRETARÍA DE LA FUNCIÓN PÚBLICA

SECRETARÍA DE MEDIO AMBIENTE Y ENERGÍA

SECRETARÍA DE SALUD

SECRETARÍA DE TRABAJO Y PREVISIÓN SOCIAL

SECRETARÍA DE TRANSPORTES Y COMUNICACIONES

SECRETARÍA DE VIVIENDA Y OBRAS PÚBLICAS

SECRETARÍA DE DEFENSA NACIONAL

SECRETARÍA DE CULTURA

SECRETARÍA DE AGRICULTURA, GANADERÍA Y PESQUERÍA

SECRETARÍA DE DESARROLLO SOCIAL

SECRETARÍA DE PLANEACIÓN Y ECONOMÍA

SECRETARÍA DE POLÍTICA EXTERNA

SECRETARÍA DE TURISMO

SECRETARÍA DE VIVIENDA Y OBRAS PÚBLICAS

SECRETARÍA DE DEFENSA NACIONAL

SECRETARÍA DE CULTURA

SECRETARÍA DE AGRICULTURA, GANADERÍA Y PESQUERÍA

SECRETARÍA DE DESARROLLO SOCIAL

SECRETARÍA DE PLANEACIÓN Y ECONOMÍA

SECRETARÍA DE POLÍTICA EXTERNA

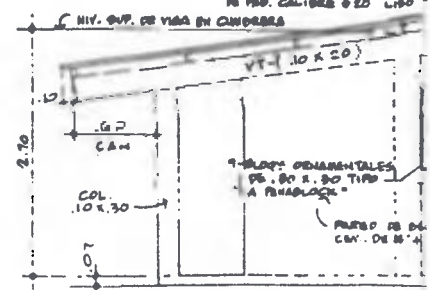
SECRETARÍA DE TURISMO

SECRETARÍA DE VIVIENDA Y OBRAS PÚBLICAS

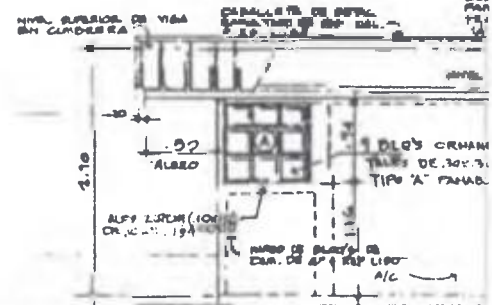
NOTAS :

LA VIVIENDA CONSTA DE 5 VENTANAS DE 4 LUGARES ORNAMENTALES CADA UNA TIPO "A" PANABLOCK O SIMILAR.
LA PUERTA SERA DE PLYWOOD EN MARCO DE MADERA DE 1 1/2" PORRO DE PLYWOOD AMARAS OBRAS MARCO DE PUERTA DE MADERA

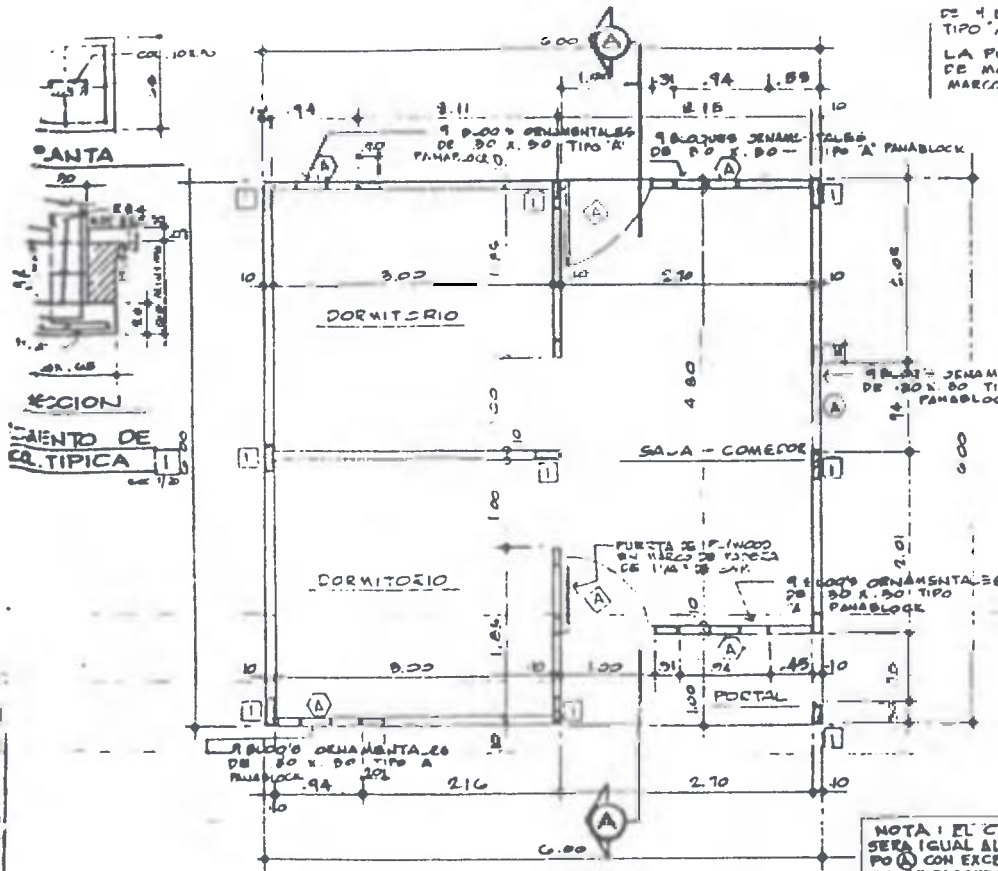
CABALLETE DE METAL EMPALME EN PISO, CALIBRE 20 LISO



FACHADA LATERAL



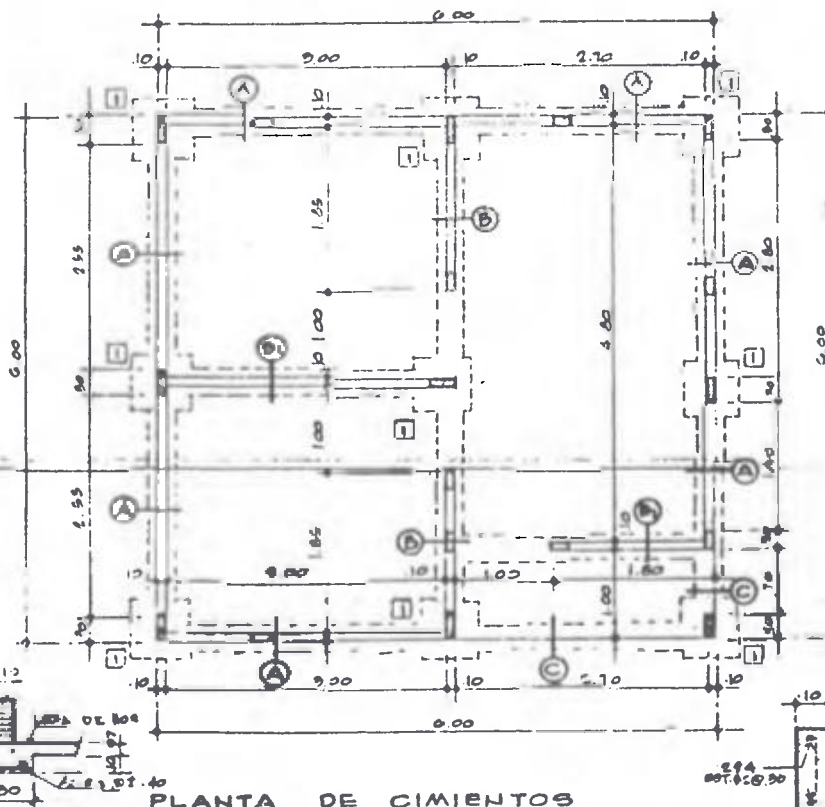
FACHADA PRINCIPAL



NOTA: EL CIMENTO TIPO 1 SERA IGUAL AL CIMENTO TIPO 2 CON EXCEPCION DE LA RED DE BLOQUES SUPERIOR.

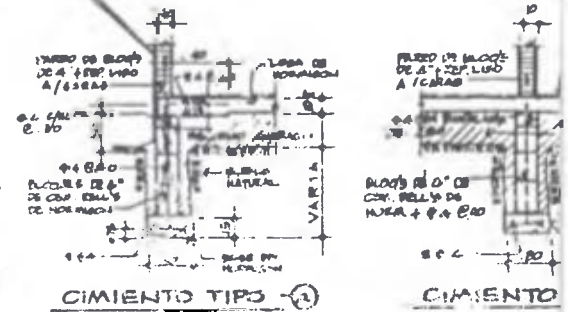
PLANTA ARQUITECTONICA

Esc. 1/100

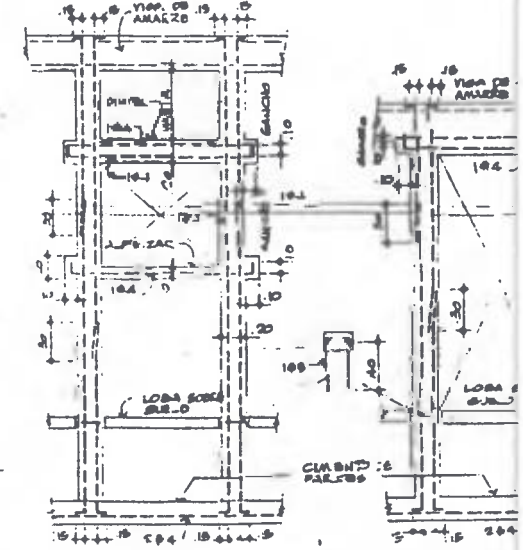


PLANTA DE CIMENTOS

Esc. 1/100



CIMENTO TIPO 1



CIMENTO TIPO 2

REF. ALREDEDOR DE VENTANAS

REF. ALREDEDOR DE PUERTA

COLUMNA TIPO

Esc. 1/10

CIMENTO TIPO 1

ANEXO 5
ENCUESTAS

Encuesta N° 1

Lugar de aplicación: Municipios de Arraiján y La Chorrera

Cantidad de Personas encuestadas: 50 funcionarios, desglosados de la siguiente forma: 23 hombres y 27 mujeres.

Edades comprendidas entre 23 y 60 años de edad

1. Es usted un(a) funcionario(a) con categoría:
a. Permanente b. Por contrato c. Autogestión
2. Hace cuánto tiempo labora usted en este Municipio?
a. Menos de cuatro meses
b. De cinco meses a 2 años
c. De 2 a 5 años
d. De 5 a 10 años
e. Más de 10 años
3. Su vivienda es
a. De su propiedad b. Alquilada c. Vive con familiares
4. Vive usted:
a. En el área donde labora b. En un distrito cercano c. En la capital
5. Conoce algún proyecto de vivienda en el área oeste
a. SI b. NO c. NO CONTESTÓ

*Si contestó afirmativamente a la pregunta anterior, favor responda:

5.1 Ha tratado de adquirir una vivienda en alguno de esos proyectos?

- a. SI b. NO c. NO RESPONDIÓ

*Si contestó afirmativamente a la pregunta anterior, responda:

5.1.1 En cuantas ocasiones:

- a. Una ocasión b. Un par de veces c. Tres o más veces

ENCUESTA N° 2

Área de Aplicación: Funcionarios de instituciones financieras (Brokers, Bolsa de Valores, Ministerio de Economía y Finanzas, Contraloría General de la República)

Hombres encuestados: 20

Mujeres encuestadas: 30

Edades comprendidas entre 23 y 54 años

1. En su opinión, la inversión en Bonos Estatales posee
 - a. Gran aceptación en el Mercado de Valores
 - b. Cautelosa aceptación en el Mercado de Valores
 - c. Poca aceptación en el Mercado de Valores
2. Conoce usted el mecanismo a seguir para la Emisión de Bonos Estatales
 - A. si
 - B. no
 - C. si, pero no recuerda
3. Conoce usted de alguna Emisión de Bonos Municipales
 - A. SÍ
 - B. NO

Si contestó afirmativamente a la pregunta anterior, por favor responda:

 - 3.1 Mencione al menos dos de dichas emisiones:
 - ⌘ _____
 - ⌘ _____
4. Conoce usted alguna regulación (Decreto, Ley, o cualquier otro estatuto legal) para la emisión de Bonos Municipales
 - A. SI
 - B. NO
 - C. Sí, pero no recuerda
5. En su opinión, la emisión de Bonos Municipales tiene
 - a. Gran aceptación en el Mercado de Valores
 - b. Cautelosa aceptación en el Mercado de Valores
 - c. Poca aceptación en el Mercado de Valores

ANEXO 6

OPCION DE CUSTODIA DESPUES DE UNA TRANSACCION EN

BOLSA (LATINCLEAR)

LATINCLEAR

CENTRAL LATINOAMERICANA DE VALORES, S.A.



CENTRAL LATINOAMERICANA DE VALORES, S.A.; un nuevo servicio para el mercado de valores.

Por: Iván A. Díaz

A partir de abril de 1997, la Central Latinoamericana de Valores, S.A. brinda los servicios completos de una moderna central de custodia de valores, contando con el apoyo de un sistema automatizado que permitirá minimizar riesgos y deficiencias en el mercado que ocurren actualmente.

El entorno de las operaciones que a diario se realizan en el mercado de valores panameño reflejan algunas desventajas e ineficiencias, entre otras:

- Ausencia de un sistema que garantice el intercambio simultáneo de títulos contra pago.
- Movilización física de títulos negociados; lo que conlleva a riesgos de pérdida, hurto, falsificación, mutilación de los certificados, entre otros.
- Ausencia del procesamiento de operaciones automatizadas (método de entradas en libros.)
- Compensación y liquidación de títulos valores en un sistema manual
- La demora en perfeccionar las negociaciones de valores causa incomodidad para los Puestos de Bolsa y sus clientes.

Para tener una idea de lo anterior, pasamos a describir una típica operación que se da a diario en nuestro mercado de valores:

Juan Pérez compra en la Bolsa 100 acciones de la empresa ABC, a un precio por acción de US\$10.00 cada una, y acuerda con su agente de bolsa que la pagará al día siguiente de la transacción.

Llegado el día Juan Pérez paga mediante cheque su transacción; sin embargo, los títulos no están aún disponibles, en virtud de que estos tienen que ser enviados a la compañía ABC para su correspondiente registro y transferencia.

Juan Pérez ya pagó su transacción, pero sus títulos se los entregarán dentro de 5, ó 10 días cuando le emitan el nuevo certificado a su nombre. Para compensar esa demora Juan Pérez recibe una carta, donde le comunican, entre otras cosas, que su certificado está en proceso de registro y la fecha efectiva del pago de la operación es cuando Juan Pérez pasa a ser dueño de las acciones.

Lo anterior se conoce como riesgo de entrega de títulos. En nuestro ejemplo, Juan Pérez pagó por sus acciones, sin embargo no recibió los títulos de manera inmediata.

Imagínese usted amigo lector, que pasaría si Juan Pérez decide negociar y vender sus acciones antes de recibir sus certificados ?; o bien, si durante el trámite del registro del nuevo certificado de acciones, la compañía ABC paga un dividendo en efectivo. La

pregunta es ¿Quién recibiría el cheque en concepto de dividendos? ¿Juan Pérez o el antiguo dueño?

¿Ahora, cuál sería la situación de Juan Pérez, con la puesta en marcha de la Central Latinoamericana de Valores, S.A.?

Con la Central Latinoamericana de Valores, S.A., nuestro personaje Juan Pérez, se evita demoras en el registro de su certificado y el riesgo de entrega de títulos.

El sistema de la Central de Custodia de Valores funciona así: Juan Pérez compra sus 100 acciones y el día de la liquidación de la transacción o el día de pago, entregará su cheque e inmediata y simultáneamente pasará a ser dueño de las acciones.

Juan Pérez recibirá periódicamente, de su Puesto de Bolsa, un Estado de Cuenta, el cual reflejará su inventario de títulos, con información sustancial y relevante de sus haberes en custodia, por ejemplo: nombre del emisor, fecha de vencimiento, precio promedio de compra, último precio de mercado, plusvalía o minusvalía, entre otras. Esto funciona de la misma forma que él recibe su estado de cuenta de su chequera.

Asimismo, Juan Pérez tiene otras ventajas con el nuevo sistema al mantener sus títulos inmovilizados en la Central de Custodia, por ejemplo:

- No tiene que asumir ningún riesgo de pérdida, falsificación o hurto de títulos valores, al estar éstos inmovilizados en la Central de Custodia.
- Simplificación en la administración de sus inversiones.
- Tiene mayor control de sus valores, recibiendo información periódica sobre su cartera de inversiones.
- Puede negociar sus valores con mayor rapidez y eficiencia.

Lo anterior expuesto es desde el punto de vista del inversionista, ahora lo vamos a ver desde el punto de vista de un emisor.

Bajo este escenario, tenemos ahora a Juan Pérez como dueño de una próspera empresa de manufactura, la cual desea obtener financiamiento para comprar nueva maquinaria. De esta forma acude al mercado de valores para emitir bonos corporativos y utiliza los servicios que le ofrece la Central de Custodia de Valores.

La empresa de Juan Pérez necesita US\$5,000,000.00 para ejecutar su proyecto; la emisión se estructura así: bonos corporativos, con tasa de interés de 8% pagaderos trimestralmente y vencimiento en 5 años.

Esta emisión se coloca exitosamente en el mercado de valores y 1,000 inversionistas compran bonos de la compañía de Juan Pérez.

Antes de la puesta en marcha de la Central de Custodia de Valores, Juan Pérez tenía que pasar por el calvario de emitir 1,000 certificados para sus mil inversionistas, cada trimestre emitir mil cheques, cambios de registros y transferencias, y esto se traducía en tener elevados costos administrativos, personal a cargo del control de la emisión, revisión, distribución de los cheques, pago de pólizas de seguro, sistemas de seguridad, entre otros.

Para evitar lo anterior, Juan Pérez decide utilizar los servicios de la Central Latinoamericana de Valores, S.A. para efectuar su emisión de bonos corporativos.

Es entonces cuando nuestro amigo conoce de términos como *macrotítulo*, anotaciones en cuenta, inmovilización, entre otros. Para entender todos estos términos que parece salido de una novela Kafkiana, J. Pérez solicita una reunión de trabajo con su asesor financiero.

La plática se desarrolla de la siguiente manera:

Primero su asesor le explica que una “*central de custodia de valores*” consiste en un depósito centralizado de valores por medio del cual pueden realizarse, de manera electrónica, operaciones de custodia, transferencias, administración, liquidación y compensación de títulos valores.

El asesor prosigue su narración y añade: un “*macrotítulo*” no es más que un certificado único que representa la totalidad de una emisión de valores. Es decir, ahora con los servicios de la CCV, en vez de emitir 1,000 certificados, se emitirá un sólo título por un monto de US\$5,000,000.00.

Asimismo, el asesor de bolsa de J. Pérez. le explican que este título se “inmoviliza” en la bóveda de la Central de Custodia. Ahora no habrá movilización de títulos y cada uno de los clientes recibirá periódicamente un estado de cuenta de la posición que compren en bonos de su compañía.

El agente de bolsa le explica lo siguiente: Una de las ventajas de emitir *macrotítulos*, es que cada vez que alguien compre bonos de tu empresa, se transfiere “pedacitos” de ese *macrotítulo* de manera electrónica a la cuenta de cada uno de los clientes, sin la necesidad de la movilización física de los valores. El agente puntualiza que es esto lo que se conoce como “*anotaciones en cuenta*”, mecanismo que permite la transferencia de la propiedad de los valores de manera automatizada en una central de custodia de valores.

Después de la explicación de todos estos conceptos a J. Pérez, le surge otra inquietud sobre la parte legal de la propiedad de los títulos, y pregunta a su asesor ¿Que ocurre por ejemplo, si a LatinClear lo demandan? Que ocurriría con los títulos de terceros que están en custodia de LatinClear?; estarán estos títulos involucrados en la supuesta demanda?

Esto es una buena pregunta le comenta su asesor y acota: La Central Latinoamericana de Valores, S.A. mantendrá los valores consignados en custodia absolutamente separados de

sus activos propios, adoptando los registros y sistemas contables y otras medidas que garanticen con claridad meridiana dicha separación, para todos los efectos legales y administrativos.

Adicionalmente le explica: la Central Latinoamericana de Valores bajo ningún concepto podrá vender, permutar, ceder los valores en custodia, así como tampoco podrá darlos en prenda, aval o garantía de otra índole por sus propias obligaciones.

Finalmente, J. Pérez pregunta si en otros países existen estos mecanismos de CCV's. Su interlocutor le platica que a pesar de que este sistema de custodia de valores es nuevo en Panamá, no lo es en otros países. Centrales de Custodia existen en otras latitudes desde hace años y solamente para mencionar algunos países de la región latinoamericana existen CCV's en México, Perú, Brasil, Argentina, Colombia, pasando por Guatemala y aún nuestro vecino Costa Rica cuenta con una central de custodia de valores desde hace 14 años.

Hasta aquí la historia de las centrales de custodia y otros demonios.

Con lo anterior, la Central Latinoamericana de Valores, S.A. está ofreciendo un nuevo servicio ya probado y aceptado en muchos países como un mecanismo que le ofrece agilidad, seguridad y eficiencia a los mercado de valores de todo el mundo, y ahora Panamá se integra a esta nueva corriente de cambio.

Nota: Si usted desea obtener mayor información sobre la central de custodia de valores (LATIN CLEAR), favor sírvase contactarse con el autor de este artículo, Tel 214-6105, o bien al Puesto de Bolsa de su preferencia.

LATINCLEAR Servicios

CUSTODIA

- ✓ Depósito
- ✓ Valores Inmovilizados o desmaterializados
- ✓ e.c.
- ✓ Transferencias
- ✓ Pignoraciones
- ✓ Custodia Internacional

ADMINISTRACION

- ✓ Pago de dividendos
- ✓ Acciones o efectivo
- ✓ Suscripciones
- ✓ Amortizaciones
- ✓ Canjes

COMPENSACION Y LIQUIDACION

- ✓ Liquidación de las operaciones bursátiles
- ✓ Patrimonio de
- ✓ Same day funds

SISTEMAS

- ✓ Tecnología de Punta
- ✓ Sistema en tiempo real
- ✓ Manejo de estadísticas y reportes en línea
- ✓ Manejo multibóveda

Central Latinoamericana de Valores, S.A.

Participantes

- BOLSA DE VALORES DE PANAMA,
- BANISTMO BROKERS, INC.
- BINCAP BROKERS, INC.
- B G INVESTMENT CO., INC.
- CAPITAL TRADERS OF PANAMA
- INVERLAT CAPITAL BROKERS,
- BANCO NACIONAL DE PANAMA
- VALCOMER
- THE PRIVATE ASSET MANAGEMENT
- BANTAL BROKERS, S.A.
- WALL STREET CIA.BURSATIL, S.A.
- BANCO PANAMERICANO, S.A.
- BAC VALORES (PANAMA), S.A.
- LAFISE VALORES (PANAMA)
- OVERSEAS GROUP INC.
- TOWER SECURITIES, INC.
- AGB CAMBIOS, S.A.
- NEGOCIOS EN VALORES, S.A.
- PBA SECURITIES CORP.
- CITIVALORES, S.A.
- BANCO GENERAL, S.A.
- GRUPO ALIADO, S.A.
- Participantes de LATIN CLEAR al 31 de diciembre de 1998

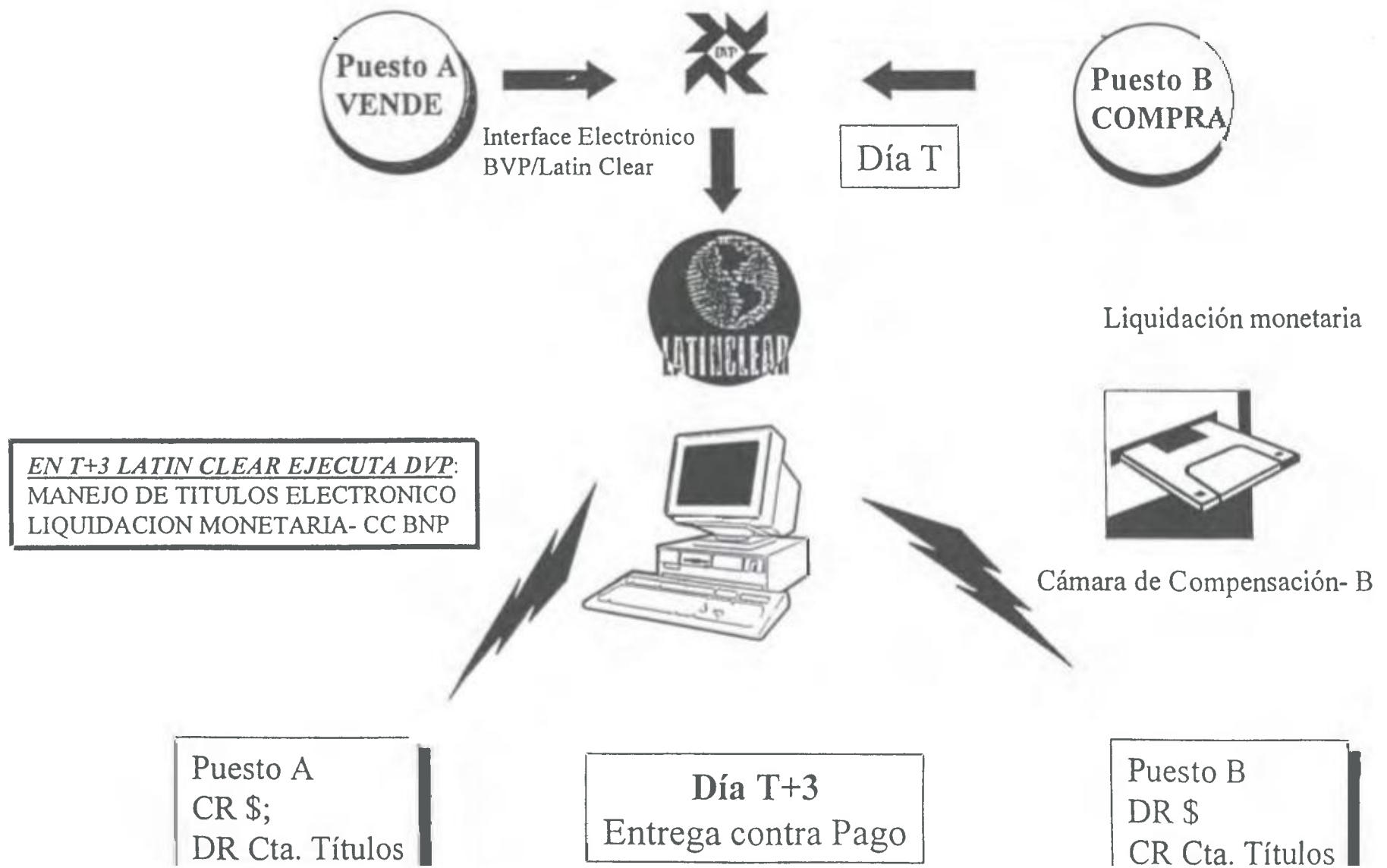


CENTRAL LATINOAMERICANA DE VALORES, S.A.



Aspectos Operativos

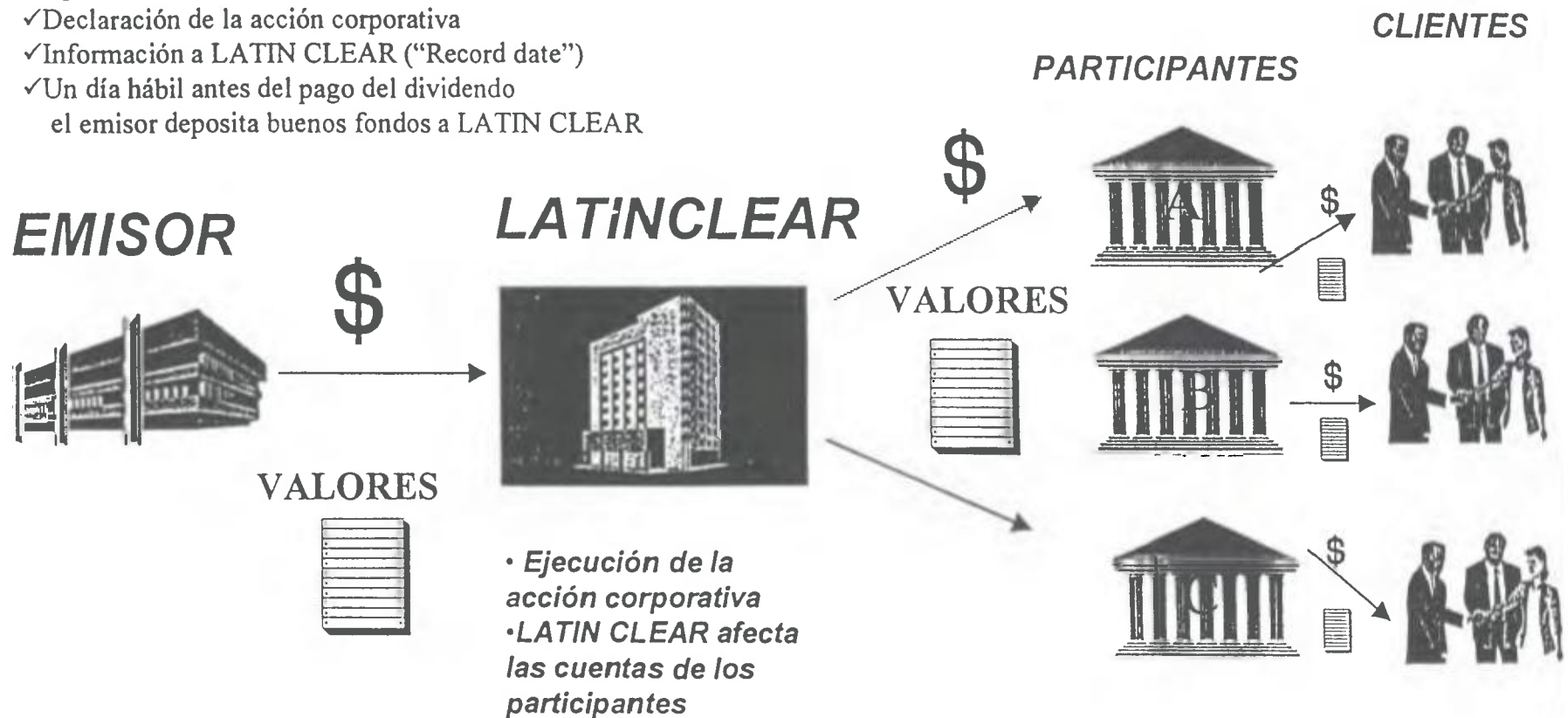
Central Latinoamericana de Valores, S.A.
Sistema de Entrega contra Pago (DVP)



PAGO DIVIDENDO EN EFECTIVO O EN ACCIONES

Eventos previos:

- ✓ Aprobación Junta de Accionistas/Publicación
- ✓ Declaración de la acción corporativa
- ✓ Información a LATIN CLEAR ("Record date")
- ✓ Un día hábil antes del pago del dividendo
el emisor deposita buenos fondos a LATIN CLEAR



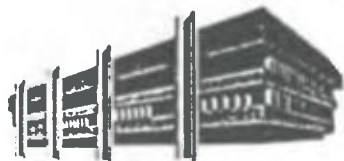


ASISTENCIA ASAMBLEA DE ACCIONISTAS

Eventos previos:

- ✓ Declaración de la acción corporativa/Publicación
- ✓ Información a LATIN CLEAR de la fecha "Record date"-20 días antes de la fecha de la Junta de Accionistas

EMISOR



LATINCLEAR



Emite constancia genérica a cada participante de acuerdo a la tenencia en esa fecha de corte

PARTICIPANTES



Entregan pases (proxies) de la Asamblea



CLIENTES

ANEXO 7

DESGLOSE DE PRECIOS DE VIVIENDAS DE BAJO

COSTO POR EMPRESAS PRIVADAS EN 1999

DESGLOSE DE PRECIOS DE VIVIENDAS DE BAJO COSTO POR EMPRESAS PRIVADAS EN 1999

	ECONOPLADE		SUCASA		CAPAC		PROMEDIO	
ARTICULO DE COSTO	COSTO	PROM.	COSTO	PROM.	COSTO	PROM.		
TERRENO	\$1,800	12%	\$1,800	10%	\$1,000	6%	\$1,533	9%
INFRAESTR UCTURA	\$4,000	26%	\$3,000	16%	\$5,058	33%	\$4,019	24%
COSNTRUC CION	\$7,500	48%	\$6,800	36%	\$6,744	44%	\$7,015	42%
OTRO	\$2,300	15%	\$7,200	38%	\$2,699	17%	\$4,066	24%
PRECIO DE VENTA	\$15,600	100%	\$18,000	100%	\$15,500	100%	\$16,660	100%

FUENTE: AYERBE

FUENTE: DIARIO LA PRENSA/Ernesto Jaén P., Lunes 4 de Diciembre del 2000

ANEXO 8

MODELOS DE BONOS EMITIDOS

POR LA CAJA DE AHORROS

Serie AA-1

No. *Anulado*

8%



8%

B/.100.00



el día 10. de junio de 1980, o antes de esa fecha, en el artículo 25 de su Ley Orgánica. Este bono devenga un interés del 8% (ocho por ciento) anual, a partir del día 10. de junio de 1975, pagaderos por trimestres vencidos en los días 10. de septiembre, 10. de diciembre, 10. de marzo y 10. de junio de cada año, como cuando haya recibido por los intereses como el capital se pagarán por medio de sus extractos o en la forma que el titular de este bono de ahorro, tanto para el pago de intereses o para la redención del bono, o en los casos según el caso. El capital se pagará en la forma que el titular de este bono de ahorro, tanto para el pago de intereses o para la redención del bono, o en los casos según el caso. El capital se pagará en la forma que el titular de este bono de ahorro, tanto para el pago de intereses o para la redención del bono, o en los casos según el caso.

Panamá, 10. de junio de 1975



ANULADO

Gerente General

Oficial Responsable

RESOLUCION N° JD-2/86

La Junta Directiva de LA CAJA DE AHORROS, de conformidad con el artículo 25 de la Ley 87 de 23 de noviembre de 1960 y sus reformas:

RESUELVE

Aprobar el Reglamento propuesto por el Gerente General que regula la emisión de Títulos Hipotecarios denominados BONOS DE CRECIMIENTO (MULTIBONO), el cual consta de las siguientes disposiciones:

REGLAMENTO

ARTICULO 1. El Gerente General de la CAJA DE AHORROS podrá emitir Títulos Hipotecarios del tipo BONOS DE CRECIMIENTO que se conocerán con el nombre de MULTIBONO de acuerdo a los términos del presente Reglamento, y del que se dicte al respecto para cada emisión que autorice la Junta Directiva.

ARTICULO 2. Para los efectos del presente Reglamento se entenderá por BONO DE CRECIMIENTO (MULTIBONO) un título valor emitido por la CAJA DE AHORROS, nominativo o al portador, que pagará a su vencimiento: el valor inicial más los intereses y que presenta las siguientes características generales:

A. Características:

2. Se abona en por ciento (50%) del valor nominal final.
3. Su importe nominalmente por el doble de su valor inicial.
4. Es emitido en el término que se indique en el Reglamento de la emisión respectiva.
5. Se emite al portador y nominativos.
 - a. El Bono emitido al portador es transferible por simple entrega. El nominativo es transferible mediante endoso, registrado y registrado en las oficinas del emisor y complementado con la firma del Bono.
 - b. En el Bono emitido en forma nominativa, se permitirán hasta tres (3) titulares. Para emitirse en forma individual o conjunta:
 - b.1. En el Bono emitido bajo la denominación "Y". En el Bono emitido en forma conjunta "Y" se entenderá que los titulares son acreedores a prorrata del crédito contenido en dicho Bono, y se requerirá de todos los endosos para su negociación o redención.

En caso de fallecimiento, declaración judicial de ausencia, presunción de muerte, interdicción, quiebra o concurso de acreedores, disolución de alguno de los titulares del Bono, debidamente comprobado y/o comunicado conforme a la Ley, a la CAJA DE AHORROS, ésta procederá al momento de la redención a pagar a prorrata el importe del valor del Bono, a los que concurran a la redención legítimamente.

Asimismo en caso de secuestro, embargo o cualquier otro tipo de acción legal o judicial de los derechos que correspondan a cualquier titular del Bono, la CAJA DE AHORROS al momento de la redención, procederá a retener y poner a disposición de la autoridad correspondiente, o a la persona que ésta indique la suma que conforme a la Ley sea susceptible de tales acciones.

- b.2. En el Bono emitido bajo la denominación "O". En el Bono emitido "O" se entenderá que cada uno de los titulares del Bono es acreedor solidario del crédito contenido en el Bono, por lo que cualquiera de ellos podrá negociar o redimir o oportunamente. La negociación o el pago así hecho será suficiente descargo para la CAJA DE AHORROS. En caso de fallecimiento, Declaración Judicial de Ausencia, presunción de muerte, interdicción, quiebra o concurso de acreedores, disolución o liquidación de cualesquiera de los titulares del Bono, debidamente comprobado y/o comunicado conforme a la Ley a la CAJA DE AHORROS, ésta procederá al momento de la redención a pagar el importe del valor del Bono a cualquiera de los titulares que concurran a la redención legítimamente.

Asimismo en caso de secuestro, embargo o cualquier otro tipo de acción legal o judicial decretado por la autoridad correspondiente, sobre los derechos que correspondan a cualquier titular del Bono, la CAJA DE AHORROS, al momento de la redención, procederá a retener y poner a disposición de la autoridad correspondiente, o a la persona que ésta indique, la suma que conforme a la Ley sea susceptible de tales acciones.

6. Están garantizados con la cartera hipotecaria de la CAJA DE AHORROS.

ARTICULO 3. Se entenderá como fecha de emisión del Bono, el día de la compra del mismo a la CAJA DE AHORROS, la cual se consignará en el título y en un registro que para estos efectos llevará LA CAJA DE AHORROS.

ARTICULO 4. El Tenedor de un Bono emitido al portador puede solicitar a LA CAJA DE AHORROS su conversión a Bono nominativo. Si está fuera el caso, podrá optar por obtener un nuevo documento.

ARTICULO 5. A su vencimiento, el Tenedor o titular del Bono lo deberá presentar a LA CAJA DE AHORROS para su redención, que en ningún caso sobrepasará el valor final que indica el Bono.

ARTICULO 6. Con el objeto de garantizar el pago de los títulos que de esta naturaleza se

emitan, LA CAJA DE AHORROS constituirá primera hipoteca sobre los derechos reales hipotecarios de su propiedad y los detallará en Escritura Pública, hasta por la suma de Bonos emitidos.

ARTICULO 7. LA CAJA DE AHORROS podrá, sin necesidad de autorización de los tenedores de los Títulos a que se refiere esta emisión, cancelar cualquier gravamen hipotecario y anticrético constituido a su favor por terceros, cuyo derecho real de hipoteca haya sido hipotecado por la CAJA DE AHORROS para garantizar el pago de la emisión de los títulos en cuestión.

En caso de que la cancelación de cualquier garantía hipotecaria y anticrética, conforme al párrafo anterior, que implica la reducción de la garantía hipotecaria de tales Títulos a valor inferior al valor original de la emisión, la CAJA DE AHORROS se obliga a sustituir el derecho real de hipoteca que se cancela por otro, de manera tal que siempre la hipoteca que garantiza el pago de la emisión no sea inferior al valor original de la emisión. La CAJA DE AHORROS podrá también prorrogar, sin autorización de los tenedores de Títulos a que se refiere esta emisión, los plazos para el pago de los préstamos a quiénes refiere los derechos reales de hipoteca dados en garantía hipotecaria para garantizar el pago de estos Títulos.

ARTICULO 8. Estos títulos tendrán, además de la garantía hipotecaria, la garantía Patrimonial y del Capital de la CAJA DE AHORROS.

ARTICULO 9. Conforme al artículo 25 de la Ley 87 de 23 de noviembre de 1960, reformado por el artículo 6 del Decreto de Gabinete No. 208 de 8 de julio de 1969, la Ley 58 de 1 de diciembre de 1979, estos títulos, entre otros beneficios legales, están exentos de impuesto.

ARTICULO 10. LA CAJA DE AHORROS podrá conceder préstamos personales garantizados por estos Títulos hasta por el ochenta por ciento (80%) del valor inicial, a una de interés no menor del doce por ciento (12%) y solamente después de un (1) año de compra del título. Estos préstamos estarán sujetos a las políticas de crédito personal vigentes en la institución.

Este Reglamento comenzará a regir a partir del día 10 de abril de mil novecientos ochenta y seis (1986).

Dado en la ciudad de Panamá, a los diez (10) días del mes de abril de 1986.

RESOLUCION No. JD-3/86

La Junta Directiva de LA CAJA DE AHORROS, de conformidad con el artículo 25 de la Ley 87 de 23 de noviembre de 1960 y sus reformas:

RESUELVE

Aprobar el Reglamento propuesto por el Gerente General que regula la primera emisión de Títulos Hipotecarios denominados BONOS DE CRECIMIENTO (MULTIBONO) Serie A, el cual consta de las siguientes disposiciones:

"REGLAMENTO"

ARTICULO 1. El Gerente General de la CAJA DE AHORROS queda autorizado para emitir Títulos Hipotecarios del tipo BONOS DE CRECIMIENTO que se conocen con el nombre MULTIBONO regulados por la Resolución No. JD-2/86 de la Junta Directiva, hasta por la suma de TREINTA MILLONES DE BALBOAS (B/ 30,000,000.00).

ARTICULO 2. El Gerente General de la CAJA DE AHORROS queda facultado mediante este Reglamento para emitir los BONOS DE CRECIMIENTO (MULTIBONO) Serie A, en denominaciones según demanda del mercado, hasta el monto total de emisión autorizado en montos finales por Bonos de:

B/ 10,000.00	B/ 15,000.00	B/ 20,000.00	B/ 25,000.00
B/ 30,000.00	B/ 35,000.00	B/ 40,000.00	B/ 45,000.00
B/ 50,000.00	B/ 55,000.00	B/ 60,000.00	B/ 65,000.00
B/ 70,000.00	B/ 75,000.00	B/ 80,000.00	B/ 85,000.00
B/ 90,000.00	B/ 95,000.00	B/ 100,000.00	

ARTICULO 3. La emisión de títulos que se autoriza mediante el artículo anterior, queda sujeta al Reglamento de emisión de Títulos Hipotecarios denominados Bonos de Crecimiento o Multibono, aprobado mediante Resolución de Junta Directiva No. JD-2/86 presente Reglamento y serán redimibles a los ocho años contados a partir de su emisión.

ARTICULO 4. Con el objeto de garantizar el pago de los títulos de series anteriores, LA CAJA DE AHORROS se obliga a constituir primera hipoteca sobre los derechos reales de hipotecas de su propiedad y que se detallarán en la Escritura Pública correspondiente, hasta por la suma de los Bonos emitidos o hasta un máximo de TREINTA MILLONES DE BALBOAS (B/ 30,000,000.00).

ARTICULO 5. Conforme al artículo 25 de la Ley 87 de 23 de noviembre de 1960, reformado por el artículo 6 del Decreto de Gabinete No. 208 de 8 de julio de 1969, la Ley 58 de 1 de diciembre de 1979, estos títulos, entre otros beneficios legales, están exentos de impuesto.

Este Reglamento comenzará a regir a partir de la fecha.

Dado en la ciudad de Panamá, a los quince (15) días del mes de mayo de 1986.

ENDOSOS

Universidad de Panamá
Biblioteca de Derecho
"DEMOFILO DE BUEN"

ECNA.
las del mes de mayo de 1986

Official Responsible

RESOLUCION No. JD No. 12 (27-9-84)

La Junta Directiva de la Caja de Ahorros, de conformidad con el artículo 25 de la Ley 87 de 23 de noviembre de 1960, reformado por el Decreto de Gabinete No. 208 de 8 de julio de 1969, y la Ley 58 de diciembre de 1979.

RESUELVE:

Aprobar el reglamento propuesto por el Gerente General que regula la emisión de Títulos hipotecarios denominados Bonos de Ahorros, a cinco (5) años al 10 o/o interés anual.

Se autoriza al Gerente General de la Caja de Ahorros para emitir Títulos hipotecarios denominados Bonos de Ahorros por la suma de CUATRO MILLONES DE BALBOAS (B/. 4,000,000.00).

Dichos títulos tendrán un período de vencimiento de cinco (5) años a partir del 1o. de junio de 1985.

Estos títulos devengarán un interés anual del diez por ciento (10 o/o) pagaderos en trimestres vencidos en los días 1o. de septiembre, 1o. de diciembre, 1o. de marzo y 1o. de junio de cada año.

La emisión de estos títulos será distribuida e identificada de la siguiente manera:

SERIE	No. DE BONOS	VALOR DEL BONO	EMISION TOTAL
BF-2	160	B/. 10,000.00	B/. 1,600,000.00
BF-1	480	5,000.00	2,400,000.00
Total	640		B/. 4,000,000.00

Con el objeto de garantizar el pago de los títulos descritos en los artículos anteriores, la Caja de Ahorros se obliga a constituir primera hipoteca sobre los derechos reales de hipoteca de su propiedad y que se detallarán en la escritura pública correspondiente por la suma de SEIS MILLONES DE BALBOAS (B/. 6,000,000.00).

La Caja de Ahorros podrá, sin necesidad de autorización de los tenedores de los títulos a que se refiere esta emisión, cancelar cualquier gravamen hipotecario y anticrético constituido a su favor por terceros cuyo derecho real de hipoteca haya sido hipotecado por la Caja de Ahorros para garantizar el pago de la emisión de los títulos en cuestión. En caso de que la cancelación de cualquier garantía hipotecaria y anticrética, conforme al párrafo anterior, implique la reducción de la garantía hipotecaria de tales títulos a un valor inferior al valor original de la emisión, la Caja de Ahorros se obliga a sustituir el derecho real de hipoteca que se cancela por otro de manera tal que siempre la hipoteca que garantiza el pago de la emisión no sea inferior al valor original de la emisión.

La Caja de Ahorros podrá también prorrogar, sin autorización de los tenedores de los títulos a que se refiere esta emisión, los plazos para el pago de los préstamos e que se refiere los derechos reales de hipoteca dados en garantía hipotecaria para garantizar el pago de estos títulos.

VII.— La Caja de Ahorros se obliga para con los tenedores de los títulos autorizados en esta emisión a pagarles el capital e intereses a sus respectivos vencimientos. Los intereses y el capital se pagarán en las sucursales de la Caja de Ahorros a la entrega del respectivo cupón de intereses o del título.

VIII.— A la fecha de la emisión de los títulos, la Caja de Ahorros iniciará la constitución de un fondo de amortización para el capital e intereses que deben pagarse sobre dichos títulos en las diferentes fechas de redención. Para este efecto se abrirán dos (2) cuentas en el Banco Nacional de Panamá, en las cuales depositará en una el 20 o/o (veinte por ciento) anual de la emisión vendida y en la otra, el total de dinero que debe pagarse sobre los intereses anuales de los títulos vendidos. Dichas cuentas se abrirán con las restricciones necesarias, de forma tal que estos fondos sólo puedan ser retirados para cumplir con las obligaciones referentes a los títulos emitidos.

IX.— Estos títulos tendrán además de la garantía hipotecaria, la garantía del matrimonio y del capital de la Caja de Ahorros.

X.— Conforme al artículo 25 de la Ley 87 de 23 de noviembre de 1960, reformado por el artículo 6o. del Decreto de Gabinete No. 208 de 8 de julio de 1969, y la Ley 58 de Dic. de 1979 estos títulos y sus intereses, entre otros beneficios legales, están exentos de todo impuesto.

XI.— De conformidad con su Ley Orgánica, la Caja de Ahorros podrá conceder préstamos prendarios con garantía de estos títulos a una tasa de interés no menor de dos (2) puntos sobre la tasa de interés del título y solamente después de un (1) año de la compra de título al emisor. En caso de mora el pago del capital o intereses del préstamo garantizado con tales títulos, el producto de la venta del título se distribuirá entre el capital e intereses adeudados a la fecha, y el préstamo se abonará o cancelará en igual cantidad.

XII.— Estos títulos serán pagaderos al portador. El tenedor podrá transferir el título por simple entrega. La Caja de Ahorros se reserva el derecho de verificar la autenticidad del título a redimirse.

XIII.— A junio de cada año, la Caja de Ahorros redimirá títulos por la suma o porcentaje que se detallan en el siguiente cuadro.

TABLAS DE REDENCION BONOS DE AHORROS (TITULOS HIPOTECARIOS) 6a. EMISION SERIE B F

REDENCION No.	CANTIDAD DE TITULOS A REDIMIRSE			TOTAL REDIMIDO		
	B/. 5,000.00	B/. 10,000.00	TOTAL	VALOR	INDIVIDUAL	ACUMULADO
1	20	8	28	B/. 180,000.-	4.50 o/o	4.50 o/o
2	36	10	46	280,000.-	7.00 o/o	11.50 o/o
3	64	22	86	540,000.-	13.50 o/o	25.00 o/o
4	112	38	150	940,000.-	23.50 o/o	48.50 o/o
5	248	82	330	2060,000.-	51.50 o/o	100.00 o/o
TOTALES	480	160	640	4,000,000		

Para ello anunciará con quince (15) días de anticipación el número, la denominación y el monto total de los títulos que serán redimidos en la fecha señalada. Este anuncio se hará a través de diarios de circulación nacional.

XIV.— Los tenedores de títulos interesados en su redención deberán presentar solicitud por escrito en la Casa Matriz del emisor, antes de la fecha y hora especificada por la Caja de Ahorros, fecha esta que no deberá ser después del primer día hábil del mes de junio de cada año.

Las solicitudes que se presenten en las sucursales, se recibirán a más tardar tres (3) días hábiles antes de la fecha y hora en que deben ser presentadas en la Casa Matriz.

Estas solicitudes contendrán el número, cantidad y serie de los títulos que se desea redimir, en formularios que para tal efecto proporcionará la Caja de Ahorros.

XV.— En las redenciones se seguirán las siguientes reglas:

- En caso de que el monto de las solicitudes sean menor al monto programado por la Caja de Ahorros, se redimirá el monto total de las solicitudes y la diferencia se acumulará para la próxima redención.
- En caso de que el monto de las solicitudes sea igual a la cantidad programada por la Caja de Ahorros, se pagará el monto total de las solicitudes.
- En caso de que el monto de las solicitudes sea mayor a la cantidad programada por la Caja de Ahorros, se verificará un sorteo para determinar los títulos que se redimirán.

XVI.— Los sorteos mencionados en el aparte (c) del artículo anterior se llevarán a cabo en la fecha y hora señaladas en el aviso a que se refiere el artículo XIII, en la Casa Matriz de la Caja de Ahorros en acto público, en presencia de dos (2) funcionarios de la institución y con la asistencia de un Notario Público y dos (2) testigos, quienes darán fe de los sorteos.

De cada sorteo se levantará un acta en la que se hará constar el número de los títulos favorecidos y sus respectivas denominaciones.

El acta será firmada por el Notario Público, los testigos y demás personas que hubiesen intervenido en el sorteo.

Las listas de los títulos favorecidos en cada sorteo se fijarán en un lugar visible de las sucursales de la Caja de Ahorros y se publicará en diarios de circulación nacional por tres (3) días consecutivos, dentro de los siguientes días hábiles al sorteo respectivo.

Los tenedores de títulos beneficiados en el sorteo, que no se presenten a redimirlos dentro del plazo de sesenta días a partir de la última publicación de las listas, perderán el derecho de redención en el sorteo efectuado. El monto correspondiente a los títulos así no redimidos se acumulará para la próxima redención.

XVII.— Los tenedores de los títulos a redimirse en cualesquiera de los casos descritos en los artículos anteriores, podrán optar por las siguientes alternativas:

- Cobrar el valor del título más los intereses correspondientes, u
- obtener otro título, si fuese posible.

XVIII.— Este reglamento comenzará a regir a partir del día primero (1o.) de junio de mil novecientos ochenta y cinco (1985).

SERIE FA-1

No.

7%

7%



caja de ahorros

TITULO HIPOTECARIO- 1993-1998

B/. 5,000.00

LA CAJA DE AHORROS

pagará el portador en la oficina de la Casa Matriz o en cualquiera de sus Sucursales la suma de

CINCO MIL BALBOAS

El día 1º de marzo de 1998, de acuerdo con el artículo 25 de su Ley Orgánica. Este Título devenga un interés del 7% (siete por ciento) anual desde el 1º de junio de 1993, pagaderos por trimestres vencidos en los días 1º de marzo, 1º de junio, 1º de septiembre y 1º de diciembre de cada año, contra la presentación del respectivo cupón. Los intereses se pagarán por medio de las sucursales del emisor a la presentación del respectivo cupón de intereses vencido. El capital se pagará previa autorización dada por la Casa Matriz de la Caja de Ahorros a la sucursal respectiva, contra presentación del Título Hipotecario en la fecha de su vencimiento.

Panamá, 10. de Marzo de 1993

Amado
AMADO

GERENTE GENERAL

OFICIAL

La Junta Directiva de la Caja de Ahorros, en su reunión del día 28 de diciembre de 1992, de conformidad con el artículo 25 de la Ley 87 del 23 de noviembre de 1960, reformada por el Decreto de Gabinete Nº208 del 8 de julio de 1969, y la Ley 58 de 13 del diciembre de 1979.

RESUELVE:

Aprobar la emisión de Títulos Hipotecarios propuesta por el Gerente General identificada por la serie FA, de acuerdo al siguiente reglamento:

- I. Se autoriza a la Caja de Ahorros para emitir Títulos Hipotecarios por la suma de CUARENTA MILLONES DE BALBOAS (B/.40,000,000.00).
- II. Dichos Títulos tendrán un período de vencimiento de cinco (5) años a partir del primero (1º) de marzo de 1993.
- III. Las obligaciones de la Caja de Ahorros con relación a estos Títulos prescribirán de conformidad con lo previsto en las leyes pertinentes. Toda suma de dinero, sea en concepto de capital o intereses, que no sea reclamada en su respectiva fecha de vencimiento dejará de devengar intereses.
- IV. Estos Títulos devengarán un interés anual del siete por ciento (7%), pagaderos en trimestres vencidos en los días primero (1º) de marzo, primero (1º) de junio, primero (1º) de septiembre y primero (1º) de diciembre de cada año, contra la presentación del respectivo cupón.

- V. La emisión de estos Títulos será distribuida e identificada de la siguiente manera:

SERIE	Nº DE TÍTULOS	VALOR DEL TÍTULO	EMISIÓN TOTAL
FA-1	2,000	B/. 5,000.00	B/.10,000,000.00
FA-2	1,600	10,000.00	16,000,000.00
FA-3	320	25,000.00	8,000,000.00
FA-4	120	50,000.00	6,000,000.00
TOTAL	4,040		B/. 40,000,000.00

- VI. Con el objeto de garantizar el pago de los Títulos descritos en los artículos anteriores, la Caja de Ahorros se obliga a constituir por el valor nominal de esta emisión, primera hipoteca sobre los derechos reales de hipoteca de su propiedad y que se detallarán en la escritura pública correspondiente.

La Caja de Ahorros podrá, sin necesidad de autorización de los tenedores de los Títulos a que se refiere esta emisión, cancelar cualquier gravámen hipotecario y anticrético constituido a su favor por terceros cuyo derecho real de hipoteca haya sido hipotecado por la Caja de Ahorros para garantizar el pago de la emisión de los Títulos en cuestión.

En caso de que la cancelación de cualquier garantía hipotecaria y anticrética, conforme al párrafo anterior, implique la reducción de la garantía hipotecaria de tales Títulos a un valor inferior al valor nominal de la emisión, la Caja de Ahorros se obliga a sustituir el derecho real de hipoteca que se cancela por otro, de manera tal, que siempre, la hipoteca que garantiza el pago de la emisión no sea inferior al valor nominal de la emisión.

La Caja de Ahorros podrá también prorrogar, sin autorización de los tenedores de los Títulos a que se refiere esta emisión, los plazos para el pago de los préstamos a que se refieren los derechos reales de hipoteca dados en garantía hipotecaria para garantizar el pago de estos Títulos.

- VII. La Caja de Ahorros se obliga para con los tenedores de los Títulos autorizados en esta emisión, a pagarles el capital e intereses en sus respectivas fechas de vencimiento. Los intereses se pagarán en las sucursales de la Caja de Ahorros a la entrega del respectivo cupón de intereses, vencido. El capital se pagará previa autorización dada por la Casa Matriz de la Caja de Ahorros a la sucursal respectiva contra la presentación del Título Hipotecario en la fecha de su vencimiento.
- VIII. Además de la garantía hipotecaria antes mencionada, estos Títulos estarán garantizados por el patrimonio y el capital de la Caja de Ahorros, y gozarán de la garantía solidaria de la Nación.
- IX. Conforme al artículo 25 de la Ley 87 de 1960, reformado por el artículo 6to. del Decreto de Gabinete Nº 208 de 1969 y la Ley 58 de 1979, estos Títulos y sus intereses, entre otros beneficios legales, están exentos de todo impuesto en la República de Panamá.
- X. La Caja de Ahorros podrá conceder préstamos con la garantía de estos Títulos, a una tasa de interés no menor de dos (2) puntos sobre la tasa de interés del Título, y solamente después de dos (2) años de la compra del Título al emisor y sobre un monto máximo del cincuenta por ciento (50%) del valor nominal de los Títulos que se darán en garantía.
- XI. Estos Títulos serán pagaderos al portador. El tenedor podrá transferir el Título por simple entrega. La Caja de Ahorros se reserva el derecho de verificar la autenticidad de todo Título a redimirse.

Este reglamento comenzará a regir a partir del día primero (1º) de marzo de 1993.

SERIE FA-1

No.

7%

7%



caja de ahorros

TITULO HIPOTECARIO- 1993-1998

B/. 5,000.00

LA CAJA DE AHORROS

pagará al portador en la oficina de la Casa Matriz o en cualquiera de sus Sucursales
la suma de

CINCO MIL BALBOAS

El día 1º de marzo de 1998, de acuerdo con el artículo 25 de su Ley Orgánica. Este Título devenga un interés del 7% (siete por ciento) anual desde el 1º de junio de 1993, pagaderos por trimestres vencidos en los días 1º de marzo, 1º de junio, 1º de septiembre y 1º de diciembre de cada año, contra la presentación del respectivo cupón. Los intereses se pagarán por medio de las sucursales del emisor a la presentación del respectivo cupón de intereses vencido. El capital se pagará previa autorización dada por la Casa Matriz de la Caja de Ahorros a la sucursal respectiva, contra presentación del Título Hipotecario en la fecha de su vencimiento.

Panamá, 10. de Marzo de 1993

AAULADO

GERENTE GENERAL

OFICIAL

RESOLUCION N° JD-08/92

La Junta Directiva de la Caja de Ahorros, en su reunión del día 28 de diciembre de 1992, de conformidad con el artículo 25 de la Ley 87 del 23 de noviembre de 1960, reformada por el Decreto de Gabinete N°208 del 8 de julio de 1969, y la Ley 58 de 13 del diciembre de 1979.

RESUELVE:

Aprobar la emisión de Títulos Hipotecarios propuesta por el Gerente General identificada por la serie FA, de acuerdo al siguiente reglamento:

- I. Se autoriza a la Caja de Ahorros para emitir Títulos Hipotecarios por la suma de CUARENTA MILLONES DE BALBOAS (B/. 40,000,000.00).
- II. Dichos Títulos tendrán un período de vencimiento de cinco (5) años a partir del primero (1°) de marzo de 1993.
- III. Las obligaciones de la Caja de Ahorros con relación a estos Títulos prescribirán de conformidad con lo previsto en las leyes pertinentes. Toda suma de dinero, sea en concepto de capital o intereses, que no sea reclamada en su respectiva fecha de vencimiento dejará de devengar intereses.
- IV. Estos Títulos devengarán un interés anual del siete por ciento (7%), pagaderos en trimestres vencidos en los días primero (1°) de marzo, primero (1°) de junio, primero (1°) de septiembre y primero (1°) de diciembre de cada año, contra la presentación del respectivo cupón.

V. La emisión de estos Títulos será distribuida e identificada de la siguiente manera:

SERIE	N° DE TÍTULOS	VALOR DEL TÍTULO	EMISIÓN TOTAL
FA-1	2,000	B/. 5,000.00	B/. 10,000,000.00
FA-2	1,600	10,000.00	16,000,000.00
FA-3	320	25,000.00	8,000,000.00
FA-4	120	50,000.00	6,000,000.00
TOTAL	4,040		B/. 40,000,000.00

- VI. Con el objeto de garantizar el pago de los Títulos descritos en los artículos anteriores, la Caja de Ahorros se obliga a constituir por el valor nominal de esta emisión, primera hipoteca sobre los derechos reales de hipoteca de su propiedad y que se detallarán en la escritura pública correspondiente.

La Caja de Ahorros podrá, sin necesidad de autorización de los tenedores de los Títulos a que se refiere esta emisión, cancelar cualquier gravámen hipotecario y anticrético constituido a su favor por terceros cuyo derecho real de hipoteca haya sido hipotecado por la Caja de Ahorros para garantizar el pago de la emisión de los Títulos en cuestión.

En caso de que la cancelación de cualquier garantía hipotecaria y anticrética, conforme al párrafo anterior, implique la reducción de la garantía hipotecaria de tales Títulos a un valor inferior al valor nominal de la emisión, la Caja de Ahorros se obliga a sustituir el derecho real de hipoteca que se cancela por otro, de manera tal, que siempre, la hipoteca que garantiza el pago de la emisión no sea inferior al valor nominal de la emisión.

La Caja de Ahorros podrá también prorrogar, sin autorización de los tenedores de los Títulos a que se refiere esta emisión, los plazos para el pago de los préstamos a que se refieren los derechos reales de hipoteca dados en garantía hipotecaria para garantizar el pago de estos Títulos.

- VII. La Caja de Ahorros se obliga para con los tenedores de los Títulos autorizados en esta emisión, a pagarles el capital e intereses en sus respectivas fechas de vencimiento. Los intereses se pagarán en las sucursales de la Caja de Ahorros a la entrega del respectivo cupón de intereses, vencido. El capital se pagará previa autorización dada por la Casa Matriz de la Caja de Ahorros a la sucursal respectiva contra la presentación del Título Hipotecario en la fecha de su vencimiento.

- VIII. Además de la garantía hipotecaria antes mencionada, estos Títulos estarán garantizados por el patrimonio y el capital de la Caja de Ahorros, y gozarán de la garantía solidaria de la Nación.

- X. Conforme al artículo 25 de la Ley 87 de 1960, reformado por el artículo 6to. del Decreto de Gabinete N° 208 de 1969 y la Ley 58 de 1979, estos Títulos y sus intereses, entre otros beneficios legales, están exentos de todo impuesto en la República de Panamá.

- X. La Caja de Ahorros podrá conceder préstamos con la garantía de estos Títulos, a una tasa de interés no menor de dos (2) puntos sobre la tasa de interés del Título, y solamente después de dos (2) años de la compra del Título al emisor y sobre un monto máximo del cincuenta por ciento (50%) del valor nominal de los Títulos que se darán en garantía.

- XI. Estos Títulos serán pagaderos al portador. El tenedor podrá transferir el Título por simple entrega. La Caja de Ahorros se reserva el derecho de verificar la autenticidad de todo Título a redimirse.

Este reglamento comenzará a regir a partir del día primero (1°) de marzo de 1993.

16

B/. 10,000.00
CCSS-XNº 058

B/. 10,000.00
CCSS-XNº 058


REPUBLICA DE PANAMA

“BONOS DE CONVERSION-CAJA DE SEGURO SOCIAL, 1972-1992”

6% EL TESORO NACIONAL DE LA REPUBLICA DE PANAMA **6%**
pagará al portador la suma de **DIEZ MIL BALBOAS B/. 10,000.00**

el día 1º de Julio de 1992 ó antes, de acuerdo con el Decreto Ejecutivo Nº 137 de 13 de Julio de 1972. Este bono devenga interés a la tasa de 6% anual desde el día 1º de Julio de 1972, pagadero por trimestres vencidos en los días 1º de Octubre, 1º de Enero, 1º de Abril y 1º de Julio de cada año hasta cuando sea redimido. Tanto los intereses como el principal se pagan por conducto del Banco Nacional de Panamá, a presentación del respectivo cupón de intereses vencidos, del bono cuya redención se hubiere acordado o de ambos, según el caso.

Panamá, 1º de Julio de 1972.


EL CONTRALOR GENERAL DE LA REPUBLICA


EL MINISTRO DE HACIENDA Y TESORO



caja de ahorros

BONO DE CRECIMIENTO

"MULTIBONO"

BONO No.

0 0 0 0 0 0 2

Sucursal:

VIA ESPAÑA

Valor inicial: 10,000.00

Fecha de emisión: 08 / 07 / 1986

LA CAJA DE AHORROS

pagará a:

AL PORTADOR

A la presentación de este bono

la suma de:

.....20,000.00

VEINTE MIL CON 00/100

El día: 08 / 07 / 1994

DE ACUERDO CON EL REGLAMENTO AL REVERSO

GERENTE GENERAL

00015

OFICIAL 2



BANCO DEL ISTMO, S. A.

Subsidiaria de Grupo Financiero del Istmo, S. A.

Panamá, República de Panamá

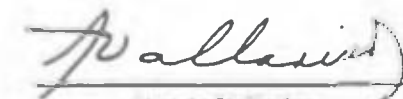
BONO No. 624
B/.1,000.00

BONO HIPOTECARIO A TASA DE INTERES FIJA

BANCO DEL ISTMO, S. A. (que en lo sucesivo se denominará EL EMISOR), por valor recibido, por este medio se obliga a pagar a Portador o cesionario registrado (el tenedor registrado) de este bono, contra la presentación y entrega del mismo la suma MIL BALBOAS CON 00/100 (B/.1,000.00) el día 1 de noviembre de 1995, en las oficinas del BANCO DEL ISTMO, S. A. en la ciudad de Panamá, República de Panamá. Además se obliga a pagar intereses a partir de 1 de diciembre de 1990 a una tasa anual fija de 12%, intereses estos que serán pagaderos mensualmente el primer día hábil de cada mes, contra la presentación y entrega, en las oficinas del EL BANCO, del cupón de los adjuntos a este bono, que venzan en la respectiva fecha de pago de interés. Este bono es un bono autorizado por Resolución de la Junta Directiva del EMISOR DEL 26 de Junio de 1990. El valor total autorizado de esta serie de bonos es de B/. 6,000,000.00.

Este bono esta sujeto a las cláusulas impresas al reverso.

BANCO DEL ISTMO, S. A.


Alberto Vallarino
Vicepresidente Ejecutivo

Panamá, 13 de noviembre 1990


Ricardo Olveiz
Vicepresidente de Crédito

Serie BE -1

No. 00135

10%

10%

B/.1,000.00

CAJA DE AHORROS

BONO DE AHORRO

TITULO HIPOTECARIO - 1983 - 1993

LA CAJA DE AHORROS


pagará al portador en la oficina de la Casa Matriz del emisor la suma de

* UN MIL BALBOAS *

el día 1o. de junio de 1993 o antes, de acuerdo con el artículo 25 de su Ley Orgánica. Este bono devenga un interés del 10% (diez por ciento) anual desde el día 1o. de junio de 1983, pagaderos por trimestres vencidos en los días 1o. de septiembre, 1o. de diciembre, 1o. de marzo, y 1o. de junio de cada año, hasta cuando sea redimido. Tanto los intereses como el capital se pagarán por medio de las sucursales del emisor a la presentación del respectivo cupón de intereses vencidos o del bono cuya redención se hubiera acordado, o de ambas cosas según el caso. El capital se pagará previa autorización dada por la Casa Matriz de la Caja de Ahorros a la sucursal respectiva.

Panamá, 1o. de junio de 1983


Gerente General


Oficial Responsable

ANEXO 9

PROCEDIMIENTO DE SUBASTA DE LETRAS

DEL TESORO

PROCEDIMIENTO DE SUBASTA DE LETRAS DEL TESORO

El presente documento contiene el procedimiento de subasta autorizado por la Resolución No.001 de 28 de julio de 1999, expedida por la Dirección de Tesorería y tiene como objetivo informar sobre los términos y condiciones establecidos para llevar a cabo el procedimiento de Subasta de Letras del Tesoro, las cuales serán colocadas mediante oferta pública primaria.

Los instrumentos estarán emitidos en títulos globales o macrotítulos, registrados y custodiados en una Central de Valores. La transferencia de propiedad se realizará mediante el sistema de anotaciones en cuenta.

Las Letras del Tesoro serán colocadas a descuento sobre su valor nominal, sobre la base de la(s) tasa(s) de descuento aceptada(s) en la subasta y serán pagadas a su vencimiento por su valor nominal.

A. TÉRMINOS GENERALES:

Agente Autorizado: Es toda persona jurídica que se dedique al negocio de comprar y vender valores, ya sea por cuenta propia o de terceros y que haya sido autorizado, por Decreto de Gabinete o por la Dirección de Tesorería del Ministerio de Economía y Finanzas, para participar en las subastas de valores del Tesoro.

Comisiones: El emisor pagará al agente autorizado una comisión de venta que no excederá un dieciseisavo (1/16) del uno por ciento anualizado del valor negociado.

Central de Valores: Es toda persona que realice una o más de las siguientes actividades: (1) que mantenga registros de transacciones en valores con el propósito de compensar y liquidar derechos creados por dichas transacciones (2) que mantenga registros de traspasos de valores y de garantías otorgadas sobre éstos con el propósito de establecer derechos de propiedad y de garantía de dichos valores; (3) que

mantenga certificados de valores depositados con el propósito de hacer posible el traspaso de dichos valores mediante el mecanismo de anotaciones en cuenta.

Esta expresión no incluye casas de valores, miembros de organizaciones autorreguladas ni instituciones bancarias o financieras, que realicen una o más de las actividades antes descritas en forma incidental, al giro ordinario de sus negocios.

Día Hábil: El término “Día Hábil” significa todo día que no sea sábado, domingo, día de fiesta nacional o duelo y en que los Bancos de Licencia General estén autorizados por la Superintendencia de Bancos para abrir al público en la ciudad de Panamá. Si la fecha de vencimiento del pago de capital de las Letras del Tesoro, cae un día que no sea hábil, el pago de capital se extenderá hasta el primer día hábil inmediatamente siguiente.

Fecha de Liquidación: Tres (3) días después de la fecha de subasta (T+3).

La(s) Serie (s): Serie A corresponde a Letras con plazos de 90 días.
Serie B corresponde a Letras con plazos de 180 días.
Serie C corresponde a Letras con plazos de 270 días.
Serie D corresponde a Letras con plazos de 360 días.

Monto Remanente: Se refiere al monto de Letras del Tesoro restante una vez sean aceptadas las ofertas no competitivas de las entidades privadas.

Número de Clave: Nomenclatura definida por la Dirección de Tesorería y asignada a cada una de las propuestas recibidas de los agentes autorizados. Esta nomenclatura será del conocimiento del agente autorizado y se utilizará para efectos de no divulgar

a viva voz el nombre del agente que propone comprar Letras del Tesoro.

Producto de la
Colocación:

Es el precio por el monto de los títulos adjudicados menos las comisiones de ventas.

Tasa de Descuento:

Se refiere a “la tasa de descuento o “tasa de rendimiento descontada” y significa una tasa anualizada de retorno al vencimiento de las Letras del Tesoro, expresadas en términos de porcentaje y en base a un año de 360 días.

Tasa Promedio
Ponderada:

Es aquélla que se obtiene al promediar las tasas de descuento propuestas en las ofertas competitivas por los correspondientes montos ofertados por las mismas.

B. ANUNCIO DE OFERTA

El Ministerio de Economía y Finanzas, a través de la Dirección de Tesorería, dará a conocer a través de los medios de comunicación, con la debida antelación, su anuncio de oferta donde se especificará el procedimiento de subasta a realizarse, la(s) serie(s), monto de la oferta, fecha de emisión, plazo, fecha de vencimiento, agente de pago y registro.

El anuncio de oferta se publicará en 3 diarios de circulación nacional por 3 días.

C. FORMATO DE PROPUESTA (S):

La(s) propuesta(s) de subasta deberán ser hechas en el formato expedido por la Dirección de Tesorería del Ministerio de Economía y Finanzas. Los Agentes Autorizados podrán adquirir Letras del Tesoro por cuenta propia, o de terceros y deberán especificar el monto nominal que desean adquirir, expresadas en denominaciones de US\$ 1,000 o múltiplos de dicha cantidad

y la tasa de descuento propuesta, expresada con dos decimales en incrementos de 0.01. Las fracciones no podrán ser usadas.

Si un proponente realiza varias ofertas, cada propuesta debe presentarse por separado e indicar el monto y la tasa de descuento ofrecida. El monto deberá expresarse en números y letras; de darse diferencias entre el monto expresado en número y letras, se tomará como válido el monto expresado en letras.

El formato de propuesta deberá llevar timbres por un valor de US\$4.00 de conformidad con lo establecido en los Artículos 959 y 960 del Código Fiscal.

D. PRESENTACION DE LAS OFERTAS:

Toda persona natural o jurídica, nacional o extranjera podrá realizar peticiones de compra de las Letras del Tesoro a través del o los agente(s) autorizado(s). Los agentes autorizados, por cuenta propia o de sus clientes, presentarán las propuestas para adquirir Letras del Tesoro, en sobre cerrado en el lugar, fecha y hora que será anunciada por la Dirección de Tesorería.

Cada propuesta recibida será registrada con un número de clave. Vencido el plazo fijado no se recibirán más propuestas y quién preside la Subasta Pública procederá a abrir los sobres en orden cronológico de presentación y se dará lectura a las propuestas a viva voz. Las propuestas serán registradas para luego iniciar el procedimiento de adjudicación.

La Subasta Pública será presidida por la persona que designe el Ministro de Economía y Finanzas.

Todas las propuestas tendrán carácter obligatorio para el postor que las presenta y serán irrevocables.

E. PROCEDIMIENTOS DE SUBASTA

El Ministerio de Economía y Finanzas podrá aplicar uno de los procedimientos de subasta que a continuación se detallan:

E.1 SUBASTA A TASA MÚLTIPLE:

CONCEPTO:

La subasta a tasa múltiple se define como aquélla en la cual cada oferente propone una tasa de descuento y paga el precio equivalente a dicha tasa.

TIPOS DE OFERTAS

Las ofertas a tasa múltiple podrán ser Competitivas y no Competitivas.

Ofertas Competitivas: El proponente establece el monto de Letras del Tesoro que desea adquirir y la tasa de descuento específica que ofrece. La tasa de descuento debe expresarse con dos decimales en incrementos de 0.01. Las fracciones no podrán ser usadas.

Ofertas No Competitivas: El proponente establece el monto de Letras del Tesoro que desea adquirir y acepta la tasa de descuento promedio ponderada resultante de las ofertas competitivas aceptadas por el emisor.

Las solicitudes que no especifiquen la tasa de descuento propuesta serán consideradas ofertas no competitivas.

PROCESO DE ADJUDICACION:

Las propuestas aceptadas se clasificarán en ofertas no competitivas de entidades privadas, ofertas no competitivas de entidades gubernamentales y ofertas competitivas.

El emisor aceptará en primer lugar las ofertas no competitivas de entidades privadas hasta un 50% del monto ofrecido.

Las ofertas competitivas serán ordenadas de menor a mayor tasa de descuento; seguidamente, la autoridad designada por el Ministerio de Economía y Finanzas anunciará la tasa de descuento máxima fijada por el emisor.

Las ofertas competitivas recibidas serán adjudicadas sobre la base de la tasa de descuento ofrecida por cada proponente, hasta la tasa máxima fijada por el emisor, sin exceder el monto remanente.

En caso de que el monto de las propuestas competitivas sobrepase al monto remanente, sólo se adjudicará a la última propuesta que iguale la tasa fijada por el emisor, la cantidad que complete dicho monto.

En caso de que haya paridad en las tasas de descuento propuestas, luego de hechas las asignaciones correspondientes, se prorrateará la cantidad por asignar entre los postores restantes sin exceder el monto remanente. La fórmula a utilizar está descrita en el punto E.5.

En ningún caso se adjudicarán Letras del Tesoro por encima de la tasa máxima de descuento fijada por el Emisor.

El precio de los títulos adjudicados a ofertas competitivas corresponde a los precios equivalentes a la tasa de descuento en los cuales las propuestas fueron aceptadas y adjudicadas. La fórmula de cálculo de precio se establece en el punto E. 3.

Las ofertas no competitivas serán adjudicadas a la tasa de descuento promedio ponderada resultante de las ofertas competitivas aceptadas por el emisor. La fórmula de cálculo de la tasa promedio ponderada está descrita en el punto E.4

El precio de los títulos adjudicados en ofertas no competitivas es el precio equivalente a la tasa promedio ponderada. La fórmula de cálculo de precio se establece en el punto E. 3.

En el evento de que se reciban solamente ofertas no competitivas, el emisor podrá negarse a adjudicar las mismas o a adjudicarlas a la tasa máxima que éste fije.

El precio de los títulos adjudicados bajo este escenario es el precio equivalente a la tasa máxima fijada por el emisor. La fórmula de cálculo de precio está descrita en el punto E. 3.

En caso de que el monto de las propuestas no competitivas de entidades privadas excedan el 50% del monto emitido, las mismas se atenderán

prorrateando el monto correspondiente entre los proponentes. La fórmula a utilizar está descrita en el punto E.5.

De quedar un remanente de Letras del Tesoro no adjudicado, las entidades gubernamentales podrán participar por cuenta propia presentando ofertas no competitivas y acogerse a la tasa de descuento promedio ponderada. La fórmula de cálculo de la tasa de descuento promedio ponderado está descrita en el punto E.4.

E.2 SUBASTA A TASA ÚNICA:

CONCEPTO:

Es una subasta en la cual todas las ofertas aceptables son adjudicadas a la tasa de descuento máxima aceptada por el emisor, de acuerdo a las tasas que se hayan propuesto.

TIPO DE OFERTA:

En el procedimiento de subasta a tasa única sólo se aceptarán ofertas competitivas.

PROCESO DE ADJUDICACION:

Las ofertas a tasa única serán recibidas sobre la base de la tasa de descuento ofrecida por cada proponente, ordenándose las ofertas propuestas de menor a mayor tasa de descuento. Seguidamente, la autoridad designada por el Ministerio de Economía y Finanzas fijará la tasa de descuento máxima aceptada por el emisor, sin exceder el monto a emitir en la serie.

En ningún caso se adjudicarán Letras del Tesoro por encima de la tasa máxima de descuento fijada por el Emisor.

En caso de que el monto de las propuestas excedan el monto a emitir en una serie, se adjudicará a la última propuesta, correspondiente a la tasa fijada por el emisor, solamente la cantidad que complete el monto total a emitir.

En el evento de que haya más de una propuesta a la tasa máxima fijada por el emisor, luego de hechas las asignaciones correspondientes, se prorrateará el remanente entre los postores restantes sin exceder el monto a emitir. La fórmula a utilizar está descrita en el punto E.5.

El precio de los títulos adjudicados es el precio equivalente a la tasa de descuento máxima aceptada. La fórmula de cálculo de precio se establece en punto E. 3.

Cada institución gubernamental que participe por cuenta propia en la subasta a tasa única podrá obtener un máximo del 35% del monto total ofrecido.

E.3 FORMULAS QUE UTILIZARA EL EMISOR EN LOS PROCEDIMIENTOS DE SUBASTA:

La fórmula para la conversión de tasa de descuento a precio de adquisición de Letras del Tesoro para todos los vencimientos es la siguiente:

$$\begin{aligned} P &= 100 * [1 - (dr/360)] \\ d &= \text{tasa de descuento, en decimales} \\ r &= \text{número de días restantes entre el día} \\ &\quad \text{de liquidación y la fecha de} \\ &\quad \text{vencimiento} \\ P &= \text{precio por US\$100} \end{aligned}$$

Ejemplo: Una Letra de 91 días emitida el 19 de junio de 1999, a una tasa de descuento de 6.25% vence el 18 de septiembre de 1999 el precio se calcula de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} d &= 0.0625 \\ r &= 91 \text{ días (del 19 de junio al 18 de} \\ &\quad \text{septiembre de 1999)} \\ P &= 100(1-dr/360) \\ P &= 100(1-(0.0625)(91)/360) \\ P &= 100(1-0.0157986) \\ P &= 100(0.9842014) \\ P &= 98.4201 \\ P &= 98.420 \end{aligned}$$

El precio de adquisición o compra se redondeará hasta tres (3) decimales, usando el procedimiento normal de redondeo, es decir: 1 – 4, redondear hacia abajo; 5 – 9, redondear hacia arriba.

E.4 LA TASA PROMEDIO PONDERADA SERA CALCULADA A TRAVES DE LA SIGUIENTE FORMULA:

$$\text{Tasa Promedio Ponderada: } \frac{\sum(X_i)(P_i)}{\sum P_i}$$

X_i : tasa de descuento propuesta por cada uno de los agentes con ofertas competitivas.

P_i : monto solicitado por cada una de las propuestas competitivas.

$\sum P_i$: suma de los montos solicitados por cada una de las propuestas competitivas.

E.5 FORMULA DE PRORRATEO (distribución proporcional):

$$\frac{X}{\sum Z} (M)$$

X = monto solicitado por cada oferente.

$\sum Z$ = sumatoria de los montos solicitados.

M = monto a distribuir.

Al utilizar la fórmula de prorrateo, todo excedente de US\$550.00 se redondeará a la unidad de mil, debido a que las Letras del Tesoro sólo se venderán en múltiplos de US\$1,000 Ejemplo: Si resulta un monto de US\$ 10,834,550.76 se otorgará US\$10,835,000.00.

7. RESPONSABILIDAD POR LA LIQUIDACION:

El agente autorizado que somete propuestas por cuenta propia o de sus clientes se obliga ante el emisor a hacer efectivo el pago correspondiente en la fecha estipulada como fecha de liquidación. La liquidación se realizará de acuerdo a los procedimientos establecidos entre la Central de Valores y el Agente de Pago.

El agente de pago recibirá y registrará el monto que le corresponde al emisor producto de la colocación y enviará todos los comprobantes y notas necesarias que respalden el crédito a favor del Tesoro Nacional. Esta transacción deberá verificarse el día establecido como fecha de liquidación.

9. RESERVAS:

La intención del Ministerio de Economía y Finanzas, es emitir el monto de las Letras del Tesoro señaladas en el anuncio de oferta, sin embargo, el Ministro o quien éste designe, se reserva el derecho a aceptar o negarse a adjudicar cualquiera o todas las propuestas u ofertas presentadas si éstas no cumplen con los términos y condiciones señalados. Además, tiene el derecho de adjudicar un monto menor de Letras del Tesoro que el especificado en el anuncio de oferta.

Las causales de reserva que darán lugar a rechazar las propuestas, son las siguientes:

1. Causales de forma:

- a) Que el monto no esté correctamente especificado en números y letras en denominaciones de 1,000 ó múltiplos de dicha cantidad.
- b) Que las solicitudes estén condicionadas, alternativas, indeterminadas o ilegibles.
- c) Que la tasa de descuento propuesta no este expresada con dos decimales.
- d) Que las propuestas no contengan timbres por un valor de US\$4.00.
- e) Que no se utilice el formato entregado por la Dirección de Tesorería.

- f) Que el formato de propuesta no este firmado por el agente autorizado.

2. Causal de orden económico:

- a) Que las tasas de descuento ofrecidas por los proponentes superen la tasa máxima que el emisor está dispuesto a pagar.

H. FRECUENCIAS DE SUBASTAS:

El Ministerio de Economía y Finanzas realizará subastas mensuales cuyas fechas serán dadas a conocer con antelación a través del calendario de subastas que se publicará semestralmente.

I. ANUNCIO DE ADJUDICACIONES DE SUBASTA:

Después de concluida la subasta, el Ministerio de Economía y Finanzas hará un Anuncio Oficial de los resultados de la subasta mediante la prensa. El anuncio de prensa incluirá información sobre:

- a) Cantidad de propuestas recibidas.
- b) Procedimiento de subasta aplicado.
- c) Monto y tasa(s) mínima(s) y máxima(s) de descuento recibidas en las propuestas.
- d) Tasa máxima fijada por el emisor.
- e) Monto adjudicado y tasa (s) de descuento sobre las cuales las Letras del Tesoro fueron adjudicadas, tanto en propuestas competitivas como en propuestas no competitivas, así como cualquier otra información adicional que el Ministerio de Economía y Finanzas considere necesaria.

ANEXO 10

**GACETAS OFICIALES RELACIONADAS CON BONOS Y BONOS
MUNICIPALES**

**GACETAS OFICIALES RELACIONADAS
CON BONOS Y BONOS MUNICIPALES:**

- 1-GACETA N° 23986; ACUERDO N° 6**
- 2- GACETA N° 24073; ACUERDO N° 101-40-16**
- 3- GACETA N° 24092; DECRETO DE GABINETE N°10**
- 4- GACETA 24077; DECRETO DE GABINETE N° 7**

ARTICULO SEGUNDO: El Contrato de Compraventa debe incluir una cláusula que conceda el plazo necesario para la reubicación de la Dirección Regional del Ministerio de Obras Públicas.

ARTICULO TERCERO: Este Acuerdo empezará a regir a partir de su aprobación, sanción y promulgación.

Dado en el Salón de Sesiones del Consejo Municipal del Distrito de San Miguelito, a los dieciocho (18) días del mes de enero de dos mil (2000).

H.C. LICDO. NICOLAS BARRIOS
Presidente del Concejo

H.C. HECTOR VALDES CARRASQUILLA
Vice Presidente del Concejo

LICDO. CAMILO MONG G.
Secretario General

SANCIONADO: El Acuerdo cuatro (4) del dieciocho (18) de enero de dos mil (2000).

LICDO. RUBEN DARIO CAMPOS
Alcalde

ACUERDO N° 6
(De 18 de enero de 2000)

Por medio del cual se faculta al Señor Alcalde para que emita de 1.5 hasta 5 millones de balboas en bonos municipales o gestione préstamo, pagadero en quince (15) años.

EL CONSEJO MUNICIPAL DEL DISTRITO DE SAN MIGUELITO

CONSIDERANDO:

Que en la actualidad, el Municipio de San Miguelito no cuenta con todos los recursos económicos que son necesarios, para hacerle frente a la gran cantidad de proyectos que están por ejecutarse.

Que igualmente existe una considerable cantidad de acreedores que brindan los servicios básicos al Municipio y no se ha podido cumplir con esas obligaciones, así mismo se requiere de la compra de una serie de materiales y equipos que permitan el adecuado funcionamiento de la Administración Municipal y las Juntas Comunales.

Que ésta apremiante realidad, obliga a la implementación de medidas alternas que logren incrementar los ingresos municipales y permitan la apropiada ejecución de las metas y proyecciones de la municipalidad.

Que el concepto de Municipio Moderno, requiere de ideas novedosas, como la emisión de bonos que sirvan de garantía y que permitan el desarrollo de los planes y programas para beneficio de la comunidad.

Que es facultad del Consejo Municipal disponer de sus bienes y derechos sin más limitaciones que las que establecen la Constitución y las Leyes, además de formular la política de desarrollo del Distrito.

A C U E R D O:

ARTICULO PRIMERO: Facúltese al Señor Alcalde Municipales para que emita de 1.5 hasta 5 millones de balboas en bonos municipales o gestione préstamo, pagadero en quince (15) años.

ARTICULO SEGUNDO: Autorizar al Señor Alcalde del Distrito, para que realice los trámites pertinentes con las respectivas instituciones financieras, para garantizar la emisión de dichos bonos.

ARTICULO TERCERO: Los fondos provenientes de esta transacción serán para uso exclusivo del Despacho Superior y las cinco (5) Juntas Comunales.

ARTICULO CUARTO: Este Acuerdo empezará a regir a partir de su aprobación, sanción y promulgación.

Dado en el Salón de Sesiones del Consejo Municipal del Distrito de San Miguelito, a los dieciocho (18) días del mes de enero de dos mil (2000).

H.C. LICDO. NICOLAS BARRIOS
Presidente del Concejo

H.C. HECTOR VALDES CARRASQUILLA
Vice Presidente del Concejo

LICDO. CAMILO MONG G.
Secretario General

SANCIONADO: El Acuerdo seis (6) del dieciocho (18) de enero de dos mil (2000).

LICDO. RUBEN DARIO CAMPOS
Alcalde

ACUERDO Nº 7
(De 25 de enero de 2000)

Por medio del cual se asigna un local para la Cruz Roja de San Miguelito y el Comedor de la Iglesia EBEN EZER

EL CONSEJO MUNICIPAL DEL DISTRITO DE SAN MIGUELITO

CONSIDERANDO

Que los Padres Fundadores del Distrito, han presentado ante esta Cámara Edilicia, formal solicitud para que las oficinas donde con anterioridad funcionaba la Sección Judicial y otras oficinas municipales, se le asigne de manera definitiva a la Cruz Roja de San Miguelito.

CONSEJO MUNICIPAL DEL DISTRITO DE COLON

ACUERDO No 101-40-16

(de 23 de mayo de 2000)

“Por medio del cual el Consejo Municipal de Colón, aprueba en todas sus partes el Contrato suscrito entre la señora Alcaldesa del Distrito en representación del Municipio de Colón y los señores Víctor Rivera, Representante Legal de Constructora Rivera y Asociados, S.A. y Richard Stanton en representación de Trident Plus, Inc.”

EL CONSEJO MUNICIPAL DE COLON
en uso de sus facultades legales, y

ACUERDA:

ARTICULO 1º. Apruébase en todas sus partes el Contrato suscrito entre la señora Alcaldesa del Distrito de Colón, en representación del Municipio de Colón y los señores Víctor Rivera representante de Constructora Rivera y Asociados, S.A. y Richard Stanton en representación de Trident Plus, Inc., que a la letra dice:

CONTRATO DE PRESTAMO CON GARANTÍA DE BONOS
MUNICIPALES GARANTIZADOS POR EL ESTADO

Entre los suscritos a saber, **Matilde Rosales de Ardines**, mujer, panameña, mayor de edad, portadora de la cédula de identidad personal No. 3-45-286, casada, profesora de profesión, y vecina de ésta ciudad, actuando en su condición de ALCALDESA DEL DISTRITO DE COLON, debidamente facultada para éste acto por el CONSEJO MUNICIPAL, según Acuerdo No. 101-40-08 del día 21 de marzo de 2,000, por una parte, y que en adelante se denominará **EL MUNICIPIO** y por la otra, **VICTOR RIVERA**, varón, panameño, mayor de edad, portador de la cédula de identidad personal No. 9-31-578, casado y vecino de ésta ciudad, actuando en su condición de Presidente y Representante Legal de **CONSTRUCTORA RIVERA Y ASOCIADOS, S.A.**, Sociedad Anónima organizada y existente de conformidad con las leyes panameñas y que se encuentra inscrita en el Registro Público a la Ficha 307301, Rollo 47496, Imagen 0073 de la Sección de Personas (Mercantil) y **RICHARD STANTON**, varón, norteamericano, mayor de edad, portador del pasaporte No. 043923676, casado y vecino de la ciudad de Englewood, Florida, actuando en nombre y representación de **TRIDENT PLUS INC.**, quienes en adelante se denominarán **TRIDENT**, por éste medio acuerdan celebrar el presente Contrato de Préstamo con garantía de Bonos Municipales, de conformidad con las siguientes cláusulas y condiciones:

PRIMERA: Las partes declaran lo siguiente:

- a) Que **EL MUNICIPIO** (en lo sucesivo **EL DEUDOR**), recibirá de parte de **TRIDENT**, en calidad de préstamo, la suma de trescientos millones de dólares con 00/100 (US \$ 300.000,000.00), moneda de curso legal de los Estados Unidos de América, por un plazo de amortización de veinte (20) años y un período de gracia de cinco (5) años.
- b) Que las obligaciones a cargo de **EL DEUDOR** frente a **TRIDENT** por razón del préstamo otorgado por éste a aquel, serán debidamente documentadas por Bonos Municipales, garantizados por el Estado.

SEGUNDA: Declara **EL DEUDOR** que ha obtenido facultades amplias y suficientes del **CONSEJO MUNICIPAL DE COLON**, según Acuerdo No. 101-40-08 de 21 de marzo de 2,000. Por consiguiente, **EL DEUDOR** se obliga a obtener los Bonos Municipales necesarios para que las transacciones objeto de éste Contrato, puedan llevarse a cabo de acuerdo a los requerimientos de **TRIDENT**. Queda convenido que **EL DEUDOR** se obliga a entregar los Bonos Municipales, según sea el caso, a **TRIDENT** o el Banco que éste disponga.

TERCERA: Declara **EL DEUDOR** que, a fin de garantizar el pago oportuno de las sumas que **EL DEUDOR** adeuda o llegue a adeudar a **TRIDENT** por razón del Préstamo, incluyendo el capital, los intereses pactados, comisiones, costas, gastos de cobranzas judiciales y extrajudiciales y gastos de cualquier índole a que haya lugar, así como para garantizar el fiel cumplimiento de todas y cada una de las demás obligaciones que **EL DEUDOR** ha contraído o llegue a contraer con **TRIDENT** por cualquier otro concepto, por todo el tiempo que cualquiera de ellas subsista, **EL DEUDOR** por éste medio constituye prenda mercantil a favor de **TRIDENT** con los Bonos Municipales.

CUARTA: **EL DEUDOR** y **TRIDENT**, convienen que el Préstamo es por veinte (20) años, a una tasa de interés fija de cinco y medio por ciento (5.5 %) anual y el período de gracia del préstamo otorgado bajo éste Contrato es de cinco (5) años.

QUINTA: **TRIDENT**, se compromete y así lo acepta **EL DEUDOR** a administrar los dineros del Préstamo originados por el presente Contrato, hasta la realización de las obras, las cuales serán construidas bajo el sistema de llave de mano, de acuerdo a los siguientes proyectos: Planta de Tratamiento de Desechos

Sólidos y Líquidos y el equipo de recolección de basura, Construcción de 3,500 viviendas, Cantera para Extracción de Piedra y Fábrica de Bloque, Proyecto Turístico y Recreativo, Construcción del Palacio Municipal, Reestructuración del Cementerio, Parque Distrital, Construcción de tres (3) Centros Comerciales para Micro Empresarios cuyos montos individuales serán determinados por los estudios de Factibilidad respectivos.

SEXTA:

EL DEUDOR faculta y autoriza a **TRIDENT** para que cobre el importe de las obligaciones garantizadas con los Bonos Municipales objeto de éste Contrato, mediante previo aviso a **EL MUNICIPIO** y sin necesidad de recurrir a los tribunales de justicia, en caso de ocurrir cualquiera de los siguientes hechos:

- a) El retraso o la mora en el cumplimiento o pago de cualquiera de las obligaciones garantizadas con los Bonos Municipales objeto de éste Contrato.
- b) Si se inicia uno o varios juicios en contra de **EL MUNICIPIO** o secuestros o embargos en contra de sus bienes.
- c) Si a **EL MUNICIPIO** se le sigue juicio de concurso de acreedores, quiebra o suspensión de pago.
- d) Si **EL MUNICIPIO** realiza sesión de bienes o solicita la celebración de concordatos o convenios preventivos o es objeto de intervención por parte de las autoridades competentes.

SEPTIMA:

En caso de darse algunos de los hechos indicados en la **CLÁUSULA SEXTA**, los Bonos Municipales pagan la deuda pendiente a esa fecha.

OCTAVA:

EL DEUDOR podrá cancelar el saldo del Préstamo después del décimo (10) año sin penalización y dando por terminada la existente relación contractual.

NOVENA:

El valor del préstamo será hecho por el cien por ciento (100%) del valor de los Bonos Municipales emitidos, que serán entregados a **TRIDENT**, quien entregará un Bono de Garantía de cumplimiento, por la ejecución de las obras mencionadas más arriba.

DÉCIMA:

Este Contrato se registrará por las leyes de la República de Panamá.

En FE DE LO CUAL, las partes expiden y firman el presente documento en la República de Panamá, Ciudad de Colón, a los dieciocho (18) días del mes de mayo del dos mil (2,000).

POR TRIDENT

VICTOR RIVERA
Rivera Internacional

POR EL MUNICIPIO

MATILDE DE ARDINES
Alcaldesa

RICHARD STANTON
Trident Plus Inc.

ARTICULO 2º. Este Acuerdo comenzará a regir a partir de su aprobación, sanción y promulgación.

Dado en la Ciudad de Colón a los veintitres (23) días del mes de mayo de 2000.

El Presidente,

H.R. CLINTON RODRIGUEZ

La Secretaria,

HERMELINDA MAY

SANCIONADO:
MATILDE DE ARDINES
26-5-2000

CORTE SUPREMA DE JUSTICIA
ENTRADA Nº 9875
FALLO DEL 5 DE ABRIL DE 2000

ENTRADA No. 9875

MAG. PONENTE: JOSE A. TROYANO

DEMANDA DE INCONSTITUCIONALIDAD PROMOVIDO POR RODARI, S.A. CONTRA LA ORDEN DE HACER EXPEDIDA POR EL TRIBUNAL SUPERIOR DE TRABAJO, CONTENIDA EN LA RESOLUCION DE 15 DE JUNIO DE 1989, VIOLATORIA DE LA CONSTITUCION NACIONAL.

CORTE SUPREMA DE JUSTICIA.-PLENO.-PANAMA, CINCO (5) DE ABRIL DE DOS MIL (2000).

GACETA OFICIAL

ORGANO DEL ESTADO

Fundada por el Decreto de Gabinete N° 10 del 11 de noviembre de 1903

LICDO. JORGE SANIDAS A.
DIRECTOR GENERAL

LICDA. YEXENIA I. RUIZ
SUBDIRECTORA

OFICINA
Avenida Norte (Eloy Alfaro) y Calle 3a. Casa N° 3-12,
Edificio Casa Amarilla, San Felipe Ciudad de Panamá,
Teléfono 228-8631, 227-9833 Apartado Postal 2189
Panamá, República de Panamá
LEYES, AVISOS, EDICTOS Y OTRAS
PUBLICACIONES
NUMERO SUELTO: B/. 2.00

Dirección General de Ingresos
IMPORTE DE LAS SUSCRIPCIONES
Mínimo 6 Meses en la República: B/. 18.00
Un año en la República B/.36.00
En el exterior 6 meses B/. 18.00, más porte aéreo
Un año en el exterior, B/.36.00, más porte aéreo

Todo pago adelantado.

de dólares de los Estados Unidos de América (US\$400,000,000.) en apoyo al Presupuesto General de la Nación;

Que el precitado Decreto de Gabinete en su artículo 2°, establece que las condiciones específicas de la emisión serán fijadas por la Presidenta de la República y el Ministerio de Economía y Finanzas;

Que se consideran propicias actualmente las condiciones del mercado internacional de capitales para emitir bonos de la República de Panamá para obtener recursos financieros en apoyo al Presupuesto General del Estado.

DECRETA:

ARTICULO 1: Autorizase una emisión de bonos externos de la República de Panamá, según la autorización del Decreto de Gabinete No.7 de 13 de marzo del 2000 con los siguientes términos y condiciones:

Monto de la emisión:	Hasta US\$400,000,000.00
Precio de la Emisión:	Aproximadamente 100% del valor nominal, a determinarse al momento de la emisión.
Suscriptores y Agentes de Colocación:	Goldman, Sachs & Co. y Salomon Smith Barney (los "Suscriptores") o cualquiera afiliada o subsidiaria de éstos, junto con otros seleccionados por ellos.
Vencimiento Final:	Veinte (20) años a partir de la fecha de emisión de los nuevos bonos.

Comisión de Suscripción y de Colocación:

Se pagará una comisión de 875 puntos base (0.875%) sobre el monto de emisión.

Tasa de Interés:

Estimada en un margen no mayor de 495 puntos base sobre el retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América con vencimiento en agosto de 2029 u otro bono seleccionado por mutuo acuerdo.

Repago:

Un solo pago de capital al vencimiento.

Forma de Distribución:

La emisión esta registrada en la Comisión de valores y Bolsas de los Estados Unidos de América bajo la Ley de Valores de 1955, enmendada.

Listado:

Bolsa de Valores de Luxemburgo o cualquier otra Bolsa o sin listar.

Agente Fiscal, de Pago y de Registro y Traspaso:

The Chase Manhattan Bank o cualquiera afiliada o subsidiaria de ésta; u otros designados de tiempo en tiempo.

Gastos:

La República reembolsará a los Suscriptores del producto de la emisión los gastos acordados por el Ministro de Economía y Finanzas

ARTICULO 2º: Este Decreto empezará a regir a partir de su aprobación.

COMUNIQUESE Y PUBLIQUESE:

Dado en la ciudad de Panamá, a los 20 días del mes de junio de dos mil (2000).

MIREYA MOSCOSO
Presidenta de la República

VICTOR N. JULIAO GELONCH
Ministro de Economía y Finanzas

ARTICULO 16

Las versiones inglesa y francesa del texto de este Convenio son igualmente auténticas.

Artículo 2. Esta Ley comenzará a regir desde su promulgación.

COMUNIQUESE Y CUMPLASE.

Aprobada en tercer debate, en el Palacio Justo Arosemena, ciudad de Panamá, a los 30 días del mes de mayo del año dos mil.

El Presidente Encargado,

JOSE OLMEDO CARREÑO

El Secretario General Encargado,

JORGE RICARDO FABREGA

**ORGANO EJECUTIVO NACIONAL - PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA.-
PANAMA, REPUBLICA DE PANAMA, 15 DE JUNIO DE 2000.**

MIREYA MOSCOSO
Presidenta de la República

HARMODIO ARIAS CERJACK
Ministro de Relaciones Exteriores, a.i.

**CONSEJO DE GABINETE
DECRETO DE GABINETE N° 7
(De 13 de marzo de 2000)**

Por el cual se autoriza una emisión de Bonos en el Mercado Internacional de Capitales”

EL CONSEJO DE GABINETE

En uso de sus facultades legales y constitucionales,

CONSIDERANDO:

Que la Ley 61 de 31 de diciembre de 1999, por la cual se aprobó el Presupuesto General del Estado para la vigencia fiscal 2000, contempla la emisión de bonos externos para apoyo al presupuesto.

Que dadas las condiciones cambiantes del mercado externo de capitales, la República de Panamá debe estar preparada en todo momento para acceder al mismo en forma expedita y aprovechar las condiciones que favorezcan la colocación de bonos externos panameños y la compra de deuda externa panameña cuando el precio de la misma justifique tales compras.

Que es facultad del Consejo de Gabinete organizar el crédito público, reconocer la deuda nacional y arreglar su servicio, según lo establece el artículo 195, inciso 7° de la Constitución Política.

Que el Consejo Económico Nacional, en su sesión del 13 de marzo de 2000, otorgó su opinión favorable a la emisión de bonos, hasta por un monto de Cuatrocientos Millones de Dólares (US\$400,000,000.00) con el objeto de financiar parcialmente el presupuesto general del Estado bajo los términos y condiciones generalmente descritos en este Decreto de Gabinete.

DECRETA:

ARTICULO PRIMERO: Autorízase una o más emisión (es) de bonos externos (los "nuevos Bonos") por parte de la República de Panamá en cualquier momento, en el mercado internacional de capitales, así como todas las acciones necesarias para la (s) precitada (s) emisión (es) bajo los términos y condiciones descritos a continuación:

Monto Autorizado de la (s) Emisión (es): Hasta US\$400,000,000.00

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América o cualquiera otra moneda.

Forma de Registro: Los nuevos Bonos podrán o no ser registradas en la Comisión de Valores de los Estados Unidos de América bajo la Ley de Valores de 1933 de ese país, enmendada.

Listado: En cualquiera Bolsa de Valores, o sin listar.

Agente de suscripción o colocación, Fiscal, de Pago, de Registro y Traspaso:

Aquella(s) entidad(es) financiera(s) designada(s) de tiempo en tiempo.

Uso del Producto:

La(s) emisión(es) será(n) destinada(s) para financiar hasta Cuatrocientos Millones de Dólares (US\$400,000,000.00) del presupuesto general del Estado además de cubrir los costos y gastos asociados con la(s) emisión(es).

Relación de los Nuevos Bonos:

Los nuevos Bonos serán obligaciones comerciales, directas, generales e incondicionales de la República, las cuales correrán *pari passu* con todas las otras obligaciones presentes y futuras no garantizadas y no subordinadas de la República.

Legislación Aplicable:

Leyes del Estado de Nueva York. Sujeto a la jurisdicción y cortes del Estado de Nueva York y a las federales de los Estados Unidos de América ubicadas en Nueva York.

ARTICULO SEGUNDO: Autorízase al Ministro de Economía y Finanzas o en su defecto a los Viceministros de Economía y Finanzas, cada uno de ellos autorizados individualmente en consulta con la Excelentísima Señora Presidenta de la República, en base al presente Decreto y según lo autoriza el Artículo 2º, acápite B de la Ley Nº .97 de 21 de diciembre de 1998, para gestionar y negociar privativamente los términos y condiciones de una o más emisiones de nuevos Bonos autorizados en este Decreto y la contratación de uno o más agentes de suscripción, y de colocación

ARTICULO TERCERO: Autorízase al Ministro de Economía y Finanzas o quien éste designe, o en su defecto a los Viceministros de Economía y Finanzas, cada uno de ellos autorizados individualmente, para que negocie y establezca los términos y condiciones de una o más cartas mandato ("Mandate Letters"), las cuales podrán incluir el reembolso de gastos pactados si se cancela una emisión, de ser necesarias estas, de los Contratos de Suscripción y Colocación con el agente de suscripción y colocación seleccionado según la autorización descrita en el Artículo 2º del presente Decreto y/o con una o más subsidiarias o afiliadas de éste, así como los demás contratos y documentos que deban ser firmados u otorgados, y todas las acciones

que deban ser realizadas, para perfeccionar las transacciones descritas en dichas Cartas Mandato ("Mandate Letters") y en dichos Contratos de Suscripción y Colocación.

ARTICULO CUARTO: Autorízase al Ministro de Economía y Finanzas, o en su defecto a los Viceministros de Economía y Finanzas, cada uno de ellos autorizados individualmente, para que negocie y establezca los términos y las condiciones de todos los contratos, acuerdos y documentos que deban ser firmados con el monto total de los nuevos Bonos, que serán colocados en nombre de la República de Panamá; y, en general, para que se realicen todas las acciones que deban ser realizadas para efectuar y perfeccionar las emisiones autorizadas por el presente Decreto de Gabinete.

ARTICULO QUINTO: Autorízase al Ministro de Economía y Finanzas o en su defecto a los Viceministros de Economía y Finanzas, cada uno de ellos autorizados individualmente, para que negocie y establezca los términos y condiciones de los Contratos de Agente Fiscal ("Fiscal Agency Agreement") así como todos los demás contratos y documentos que

deban ser firmados u otorgados, y todas las acciones que deban ser realizadas, para perfeccionar las transacciones descritas en dichos Contratos de Agente Fiscal ("Fiscal Agency Agreements"); quedando, además por este medio, autorizada la designación de cualesquiera otros agentes fiscales, agente de listado, agentes de pago o agentes de registro y de traspaso que se estime conveniente nombrar de conformidad con los del presente Decreto de Gabinete para estas o para emisiones subsiguientes.

ARTICULO SEXTO: Autorízase que los nuevos Bonos, sean o no registrados y listados en cualesquiera Bolsa de Valores que se estime conveniente, puedan ser depositados en una o más instituciones de custodia, depósito o compensación; y, por este medio, se autoriza al Ministro de Economía y Finanzas o en su defecto a los Viceministros de Economía y Finanzas, cada uno de ellos autorizado individualmente, para que negocie y establezca los términos y condiciones de los contratos, convenios, solicitudes y documentos que deban ser firmados u otorgados; y para que realice todas las acciones que deban ser realizadas, para perfeccionar el registro, listado y depósito de custodia de los nuevos Bonos en las instituciones designadas, incluyendo el pago de cualquiera cantidades requeridas para estos propósitos.

ARTICULO SÉPTIMO: Apruébase las solicitudes de registro y la preparación y circulación de un Prospecto y/o Suplementos para ser usado en las emisiones de los nuevos Bonos; y, por este medio, se autoriza al Ministro de Economía y Finanzas o en su defecto a los Viceministros de Economía y Finanzas, cada uno de ellos autorizados individualmente, para que apruebe el contenido de dicho Prospecto y/o Suplementos, así como para que apruebe el contenido de todas las declaraciones de prensa y comunicados que se hagan en relación con la emisión de los nuevos Bonos.

ARTICULO OCTAVO: Designase al Cónsul General de la República de Panamá en la ciudad de Nueva York para que en un carácter de agente de proceso de la República de Panamá, reciba a nombre y en representación de ésta y de sus bienes, los traslados, emplazamientos, notificaciones, requerimientos, resoluciones, órdenes y cualesquiera otros avisos, comunicaciones o documentos relacionados con cualquier juicio, proceso, acción o demanda, ventilada en las cortes estatales o federales localizadas en Nueva York, en las que la República de Panamá o sus bienes sea parte, en relación con los nuevos Bonos, las Cartas Mandato ("Mandate Letters"), los Contratos de Suscripción y Colocación, los Contratos de Agente Fiscal ("Fiscal Agency Agreements"), y todos los demás contratos, documentos y transacciones relacionados con los mismos y, por este medio, se autoriza al Ministro de Economía y Finanzas o en su defecto a los Viceministros de Economía y Finanzas, cada uno de ellos autorizado individualmente, para que se designe a otras u otras personas o instituciones en la ciudad de Nueva York como agentes alternos de proceso de la República de Panamá para los fines antes mencionados.

ARTICULO NOVENO: Autorízase al Ministro de Economía y Finanzas o en su defecto a los Viceministros de Economía y Finanzas, o en defecto de ellos al Embajador de la República de Panamá acreditado ante el Gobierno de los Estados Unidos de América, o a la Directora de Crédito Público del Ministerio de Economía y Finanzas, y al Contralor General de la República de Panamá o en su defecto al Subcontralor General de la República de Panamá en lo que respecta a aquellos contratos o documentos que requieran refrendo, cada uno de ellos autorizados individualmente, para que se firme y otorgue, de ser necesaria, la Carta Mandato ("Mandate Letter"), el Contrato de Suscripción y Colocación, el Contrato de Agente Fiscal ("Fiscal Agency Agreement"), la solicitud de registro. Los Prospectos y/o Suplementos y cualesquiera otros contratos, acuerdos, convenios suplementarios, poderes, certificaciones y documentos, así como para que acuerde, firme y otorgue cualesquiera modificaciones a los mismos, y para que dé y otorgue todas las instrucciones, declaraciones, autorizaciones, poderes, avisos y modificaciones a los mismos, y para que dé y otorgue todas las instrucciones, declaraciones, autorizaciones, poderes, avisos y notificaciones que deban ser dados u otorgados en relación con los antes mencionados contratos y transacciones y, en general, para hacer cuanto fuese necesario para cumplir con los fines del presente Decreto de Gabinete, incluyendo, entre otras, facultades para nombrar y remover agentes, acordar y pagar comisiones y gastos y otorgar indemnizaciones comunes a este tipo de transacciones; y autorízase, además, al Ministro de Economía y Finanzas a delegar en el Embajador de la República de Panamá acreditado ante el Gobierno de los Estados Unidos de América o en su defecto a los Viceministros de Economía y Finanzas, las facultades y los poderes a él conferidos en virtud del presente Decreto de Gabinete, así como para delegar en otros funcionarios públicos la firma de contratos y documentos, el otorgamiento de notificaciones, avisos y autorizaciones y la realización de acciones tendientes a implementar, cumplir o ejecutar los contratos celebrados en virtud del presente Decreto de Gabinete.

ARTICULO DECIMO: Autorízase al Ministro de Economía y Finanzas o en defecto de este, a los Viceministros de Economía y Finanzas, cada uno de ellos autorizados individualmente para que firme y otorgue los nuevos Bonos y para que autorice al Agente Fiscal a autenticar y entregar los nuevos Bonos y al Contralor General de la República, o en su defecto al Subcontralor General de la República, para que refrende dichos nuevos Bonos; entendiéndose que cualesquiera de dichas firmas podrán ser puestas en los nuevos Bonos manualmente o por medios mecánicos; y entendiéndose, además, que el Agente Fiscal podrá certificar como auténticos nuevos Bonos que tenga en su custodia que hubiesen sido debidamente firmados o refrendados por cualesquiera de los funcionarios públicos antes autorizados aún cuando uno o más de dichos funcionarios públicos no ocupen dichos cargos al momento de la autenticación de los nuevos Bonos por parte del Agente Fiscal.

ARTICULO DECIMO PRIMERO: El Órgano Ejecutivo por conducto del Ministerio de Economía y Finanzas, incluirá en los presupuestos de cada uno de los años correspondientes, las sumas suficientes para los pagos a capital, intereses y cualesquiera otras cantidades pagaderas a cargo del Gobierno de la República por razón de la emisión de nuevos Bonos (incluyendo, pero sin limitarse a, comisiones, gastos, reembolsos y otros cargos) y demás contratos cuya celebración se autoriza mediante este Decreto.

ARTICULO DECIMO SEGUNDO: Exceptúese de la celebración de un acto público de contratación con los suscriptores seleccionados para las(s) emisión(es) autorizada(s) en este Decreto, en consideración de que el Ministerio de Economía y Finanzas recibe las propuestas de los términos y condiciones para la(s) emisión(es) de diferentes entidades financieras, quienes requieren una decisión urgente e inmediata para lanzar la(s) emisión(es) autorizada(s) en este Decreto y el Decreto de Gabinete Nº.18 de 7 de mayo de 1998, y que por lo especial de esta contratación y dadas las condiciones actuales del mercado de capitales no es viable dicha celebración, por lo que el Honorable Consejo de Gabinete en consideración a las normas establecidas en el Código Fiscal y el Decreto Ley 7 de 2 de julio de 1997 y demás normas constitucionales, autoriza al Ministerio de Economía y Finanzas para que celebre la(s) contratación(es) directa(s), según el procedimiento establecido en los Artículos 2º y 3º de este Decreto, con el (los) suscriptor(es) que considere le(s) brinden los mejores términos y condiciones en su(s) propuestas de la República, según lo requiera para la ejecución y efectividad de lo autorizado por el presente Decreto de Gabinete.

ARTICULO DECIMO TERCERO: Se entiende que la fusión de los Ministerios de Planificación y Política Económica y de Hacienda y Tesoro, ambos mencionados en el Decreto de Gabinete Nº.18 de 7 de mayo de 1998, se denomina ahora el Ministerio de Economía y Finanzas según la Ley Nº.97 de 21 de diciembre de 1998, lo cual no alterará lo decretado.

ARTICULO DECIMO CUARTO: Remítase copia autenticada de este Decreto de Gabinete a la Asamblea Legislativa, de acuerdo a lo preceptuado en el Ordinal 7º del Artículo 195 de la Constitución Nacional.

ARTICULO DECIMO QUINTO: Este Decreto de Gabinete comenzará a regir a partir de su aprobación.

COMUNÍQUESE Y PUBLÍQUESE:

ANEXO 11

CUADRO COMPARATIVO DE COSTOS FINANCIEROS

MERCADO DE VALORES Vs BANCOS

Cuadro No.1
Cuadro Comparativo de Costos Financieros
Mercado de Valores Vs. Bancos

MERCADO DE VALORES	BANCOS
Costos Legales (1/4%) Asesoría Financiera (1/4%) Agente de Pago, Registro y Transferencia (1/4%) Costos de Inscripción (1/32%) Gastos de Impresión y Publicidad (1/8%)	Costos Legales y de Registro (3/8%) Comisión de Cierre (1%) Feci (1%)
Total de Costos para Emitir 0.90625%	Total de Costos y Préstamos Bancarios 2 3/8%
GASTOS FINANCIEROS p.a. 10.0%	GASTOS FINANCIEROS p.a. 12.0%

Nota: Financiamiento a 5 años

Fuente: Folleto "El Mercado de Valores Panameño", Año 1993.

BIBLIOGRAFIA

I- LIBROS

BALLESTEROS, Doris y CHEN BARRIA, José. **DISPOSICIONES LEGALES SOBRE MERCADO DE VALORES, FONDOS MUTUOS, FIDEICOMISO Y FINANCIERAS.** 3ra. Edición, Panamá, 1996, 183 páginas.

BARRERA, Augusto. **NOCIONES DE OPERACIONES BANCARIAS.** 1ª Edición, Panamá, 1995, 189 páginas.

BOLTER, Steve. **ADMINISTRACION FINANCIERA .** 1ra. Edición; México, Editorial Limusa, S.A., 1992, 895 páginas.

BREALEY, Richard y MYERS, Stewart. **PRINCIPIOS DE FINANZAS CORPORATIVAS.** 4ta. Edición, Colombia, Editorial McGraw-Hill, 1994, 1203 páginas.

CLELAND David y KING William. **MANUAL PARA LA ADMINISTRACIÓN DE PROYECTOS.** 1ra Edición. México, Editorial CECSA, 1990, 772 páginas.

COMISION NACIONAL DE VALORES. **DISPOSICIONES LEGALES Y REGLAMENTARIAS. LEGISLACION VIGENTE SOBRE EL MERCADO DE VALORES.** Panamá, 1995.

CONTE PORRAS, Jorge. **EL CREDITO, LA BOLSA Y LA MONEDA PANAMEÑA.** Banco Nacional de Panamá, 1983, 204 páginas.

DIEZ DE CASTRO, Luis y MASCAREÑAS, Juan. **INGIENERIA FINANCIERA, LA GESTION EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES.** 1era Edición, España, Editorial McGraw-Hill, 1993, 586 páginas.

FABOZZI, Frank, MODIGLIANI, Franco y FERRI G. Michael. **MERCADO E INSTITUCIONES FINANCIERAS.** 1era Edición, México, Editorial Prentice Hall, 1996, 697 páginas.

FIERRO MARTINEZ, Angel María. **PLANEACION FINANCIERA ESTRATEGICA.** 2da Edición. Colombia. Editorial Universidad SurColombiana. 1995, 179 páginas.

FINNERTY, John. **FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS.** 1era. Edición, México, Editorial Prentice Hall, 1998, 382 páginas.

GITMAN, Lawrence J. **ADMINISTRACION FINANCIERA BASICA.** 7ma Edición. México, Editorial Harla, 1992, 723 páginas.

GUTIERREZ MARULANDA, Luis. **FINANZAS PRACTICAS PARA PAISES EN DESARROLLO.** 5ª Reimpresión, Colombia, Editorial NORMA, 1996, 354 páginas.

HORNGREN, Charles. **CONTABILIDAD FINANCIERA.** 1ª edición. México, Editorial Prentice Hall, 1992, 736 páginas.

ILPES. **GUIA PARA LA PRESENTACION DE PROYECTOS.** 11ª Edición. México, Siglo XXI editores, S.A., 1983, 230 páginas.

KETELHOHN E., Werner y MARIN X., José N. **DECISIONES DE INVERSION EN LA EMPRESA.** 1ª Edición. México, Editorial LIMUSA, 1982, 436 páginas.

LOPEZ, Luis. **TRABAJOS DE GRADUACION E INFORMES.** 5ª Edición. Panamá, 1997, 221 páginas.

MENDEZ A., Carlos. **METODOLOGIA.** 2da. Edición, Colombia, Editorial McGraw-Hill, 1995, 170 páginas.

RENGIFO, Ramiro. **TITULOS VALORES.** 7ª edición, Medellín, Señal Editora, 1993, 376 páginas.

SAPAG CHAIN, Nassir y SAPAG CHAIN, Reinaldo. **PREPARACION Y EVALUACION DE PROYECTOS.** 2da. Edición, México, Editorial McGraw-Hill, 1993, 389 páginas.

SCHALL, Lawrence y HALEY, Charles. **ADMINISTRACION FINANCIERA.** 1ª Edición, México, Editorial McGraw-Hill, 1991, 865 páginas.

SOLANET, Manuel; COZZETTI, Alejandro y RAPETTI, Edgardo. **EVALUACION ECONOMICA DE PROYECTOS DE INVERSION.** 3era. Edición, Argentina, Editorial El Ateneo, 1991, 294 páginas.

TAMAYO Y TAMAYO, Mario. **EL PROCESO DE LA INVESTIGACION CIENTIFICA.** 2da Edición. México, Editorial LIMUSA, 1983, 127 páginas.

VAN HORNE, James C. **ADMINISTRACION FINANCIERA.** 10ª Edición, México, Editorial McGraw-Hill, 1997, 858 páginas.

VISCIONE, Jerry. **ANALISIS FINANCIERO.** 7ª Reimpresión, México Editorial Noriega Limusa, 1991, 320 páginas.

WESTON, J. Fred y COPELAND, Thomas. **FINANZAS EN ADMINISTRACION.** 8ª Edición, México, Editorial McGraw-Hill, 1993, 1087 páginas.

II. PUBLICACIONES OFICIALES Y DE OTRAS INSTITUCIONES.

MINISTERIO DE COMERCIO E INDUSTRIA. **25º ANIVERSARIO. COMISION NACIONAL DE VALORES DE PANAMA,** 16 de Julio de 1995.

BOLSA DE VALORES DE PANAMA, S.A. **EL MERCADO DE VALORES EN PANAMA..** Panamá, julio de 1996.

COMISION BANCARIA NACIONAL. **INFORME ESTADISTICO ANUAL.** Panamá, 1996.

DECRETO DE GABINETE N° 247 DEL 16 DE JULIO DE 1970. LEY DE VALORES.

DECRETO-LEY N°1 DEL 8 DE JULIO DE 1999. LEY DE VALORES

DICCIONARIOS

Diccionario Enciclopédico Profesional de Finanzas y Banca; Instituto Superior de Técnicas. Madrid, España, Gráficas Urpe, S.A., 1992.

Diccionario Enciclopédico Ilustrado, Océano Uno. Barcelona, España. Editorial Océano, 1989.

Diccionario de términos Financieros; Rafael Baradiarán. Editorial Trillas, 3ra Edición, México, 1991.

Diccionario. Manual de Sinónimos y Antónimos, 6ª Edición, España, Editorial Industrias Gráficas, 1983.

IV- ENTREVISTAS

Profesora Carmen de Aguirre, docente en el Instituto para la Formación Profesional, en la Carrera de Construcción.

Profesora Doris de Ballesteros. Exfuncionara de La Comisión de Valores.

Lic. Gladis Gonzáles. Funcionaria del MIVI, encarga del proyecto PARVIS en el Sector Oeste.

Lic. María Isabel Frazer. Brokers en el Banco Nacional de Panamá.

V. OTROS

Sitio Internet de la Bolsa de valores de Panamá.
www.urraca.bvp.com.